

UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE MADRID
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

A DIVULGAÇÃO DOS RISCOS PELAS EMPRESAS

**ANÁLISE DAS DIVULGAÇÕES EFETUADAS PELAS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS DE
PAÍSES DE INFLUÊNCIA CONTINENTAL DO STOXX50 NOS ANOS DE 2007 E 2011**

-

LA DIVULGACIÓN DE LOS RIESGOS POR LAS EMPRESAS

***ANÁLISIS DE LAS DIVULGACIONES EFECTUADAS POR LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS DE
PAÍSES DE INFLUÊNCIA CONTINENTAL DEL STOXX50 EN LOS AÑOS DE 2007 Y 2011***

Rogério Marques Serrasqueiro

Tese apresentada como requisito parcelar para a
obtenção do grau de doutor em contabilidade

Realizada sob orientação de:
Professor Doutor José Luis Cea García
Profesor Emérito de Universidad

Madrid, setembro de 2013

Agradecimentos

Ao Professor Doutor José Luís Cêa pela sensibilização ao tema e pela inextinguível disponibilidade ao longo de todo o tempo em que me permitiu partilhar o seu elevado conhecimento e posicionamento intelectual, sempre acompanhados de um relacionamento sensível que apenas poderiam resultar no profundo respeito e amizade que ficam.

A um conjunto de pessoas que pela sua permanente insistência, apenas justificável pela amizade, fez questão de, ao longo de todo o tempo, ajudar a manter o ânimo e a determinação. Eles saberão reconhecer-se neste agradecimento.

À Sara que, com grande disponibilidade, colaborou na recolha da informação.

À minha família.

Resumo

A divulgação dos riscos pelas empresas desempenha um papel importante no funcionamento dos mercados de capitais e no salvaguardar da transparência corporativa. Assegurar a produção da informação necessária à avaliação dos perfis de risco das empresas por parte de potenciais investidores, acionistas atuais e outros interessados é uma das incumbências da contabilidade no âmbito do seu objetivo geral de disponibilizar informação útil para a tomada de decisão.

Este estudo analisa as divulgações de risco efetuadas nos relatórios anuais dos anos de 2007 e de 2011 pelas empresas não financeiras de cultura continental europeia cotadas no índice STOXX50, com o objetivo de as caracterizar e identificar a sua evolução de 2007 para 2011.

Os resultados globais relativos a 2011 revelam que se divulgam mais riscos não financeiros do que financeiros, que o maior número de divulgações é referente a fatores de risco e que as divulgações de gestão de risco e as de conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão do risco são divulgadas sem diferenças significativas. Combinando as diferentes características semânticas, o maior número de divulgações tem um conteúdo informativo reduzido, que resulta do facto de as relativas a gestão do risco e à conformidade dos sistemas de controlo interno terem, em conjunto, um peso elevado no total. As divulgações são predominantemente feitas no capítulo de fatores de risco e no *outlook* do relatório de gestão, seguindo-se no anexo e no relatório de governo corporativo. Os riscos financeiros são mais divulgados no anexo e os não financeiros são mais divulgados no relatório de gestão. O número de divulgações cresceu de 2007 para 2011, mas de forma mais acentuada nos riscos não financeiros e nas relativas à conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão do risco. A dimensão das empresas e o facto de o país de origem ser germânico revelaram-se explicativos do número de divulgações. A rendibilidade, o risco, o setor de atividade e a cotação nos EUA não apresentaram capacidade explicativa.

Os resultados observados nas empresas da amostra confirmam algumas das conclusões de outras investigações, mostram que o sector de atividade e o facto de estarem cotadas nos EUA não influenciam o número de divulgações e que cresceram de forma significativa as divulgações solicitadas pelos códigos de governo corporativo que não têm grande conteúdo informativo.

Palavras-chave: Divulgação dos riscos empresariais; Risco; Divulgação corporativa

Classificação JEL: M41

Abstract

Corporate risk disclosure plays a relevant role in the path towards further corporate transparency and the functioning of capital markets. Providing information to shareholders, potential investors and other stakeholders in order to assess the risk profile of companies is an incumbency of accounting, in its mission to facilitate sound decision making.

This study analyses risk disclosures in the 2007 and 2011 annual reports of STOXX50 non-financial companies with continental influence, aiming to characterize them and observe their evolution between those years.

Overall results in 2011 reveal that non-financial risks predominate over financial risks, with the majority of disclosures pertaining to risk factors. Risk management practices and adequacy of internal control and risk management systems are disclosed with no statistically significant differences between them. Combining the semantic features, disclosures with low information content predominate as a result of the dominant number of disclosures pertaining to risk management and to de adequacy of the internal control systems.

Disclosures are most frequent in the risk factors and outlook chapters of the management report, whereas corporate governance reports and notes show a lower concentration. Non-financial risks appear in higher number in the management report.

The overall number of disclosures has increased from 2007 to 2011, most significantly in non-financial risks and in the fitness of internal control and risk management systems.

Both company size and Germanic origin qualify as explanatory variables for the number of disclosures, as opposed to profitability, risk, industry and dual listing in the USA.

Results observed in the sample companies corroborate some of the findings in the extant literature. Surprisingly, industry and dual listing in the USA do not seem to explain the number of disclosures. Corporate governance codes have been pushing towards increased disclosure in this field, and reporting has been improved accordingly despite its typically low information content.

Keywords: Risk disclosure; Risk reporting; Risk; Corporate disclosure;

JEL Classification: M41

Resumen

1. Pertinencia del tema

La divulgación de información corporativa juega un papel importante en la economía, en especial en sistemas sociales y económicos fundados en el funcionamiento de los mercados de capitales donde las empresas, cuya titularidad se desconecta cada vez más de la gestión, buscan financiación para el desarrollo de sus proyectos.

A los inversionistas potenciales se les plantea un problema de información por la necesidad de acceder a información relevante para la evaluación de los proyectos. A los accionistas actuales se les plantea un problema de agencia por la necesidad de información fiable para evaluar si la administración tuvo un desempeño adecuado para asegurar sus intereses (Healy e Palepu 2001). La importancia que las empresas tienen en el funcionamiento de la economía y el control social de las implicaciones de su actividad ha legitimado el derecho a la información para un conjunto más amplio de interesados.

Definir la información a divulgar, saber si hay incentivos específicos para la divulgación voluntaria del tipo y nivel de información adecuada para satisfacer las necesidades de los usuarios, si las correspondientes externalidades justifican la intervención de la regulación y cuáles son las características de la regulación que mejor garantizan esa información es objeto de una serie de disciplinas que, sin estar limitados a ellos, son la economía, el derecho, las finanzas y la contabilidad.

El modelo vigente por la divulgación de información corporativa incorpora dos aspectos, uno a través de informes previstos en las normativas de los mercados de valores, con el fin de asegurar los intereses de los accionistas y otro a través de información contable elaborada de acuerdo a los estándares internacionales, los dos con los requisitos de eficacia jurídica plasmados en la ley comercial de los países.

La información contable, mayoritariamente histórica, se expresa en estados financieros basados en criterios objetivos de reconocimiento y medición y, también, en las notas a los estados financieros sobre aspectos complementarios, bajo el paradigma vigente que, declaradamente, busca la utilidad de la información para la toma de decisiones por los usuarios. La elaboración de un informe por la administración, contextualizando los estados financieros, tiene por fin, entre

otros, producir información complementaria de otras circunstancias, además de las que verifican los criterios de reconocimiento y medición, que pueda mejorar la capacidad de los usuarios para conocer el valor de las empresas.

Las alteraciones que se han producido en el entorno empresarial, guiadas por la globalización y la rápida evolución científica y tecnológica plantean nuevas necesidades de información que el modelo tradicional tiene dificultad en garantizar (ICAEW 2011). Hay un grupo de activos intangibles que pasan a tener más importancia para las compañías como el conocimiento y el capital humano los cuales, al no cumplir los criterios de reconocimiento y valoración que establecen las normas de contabilidad, no constan en los estados financieros (Canibano, García-Ayuso et al. 2000).

También han ganado importancia un grupo de informaciones sobre el impacto social de la actividad empresarial y la mayor turbulencia económica, que es el resultado de la rápida evolución científica y tecnológica y de la globalización, han producido mayores niveles de imprevisibilidad, de riesgo y de incertidumbre.

Para colmar los vacíos del modelo contable tradicional se han formulado diversas propuestas (ICAEW 2009) y todas indican que la divulgación de los riesgos y de las incertidumbres son necesarias en los nuevos modelos de reporte. La divulgación de los riesgos por las empresas tiene su fundamentación conceptual en la necesidad de la completa satisfacción de las necesidades de los usuarios. Dado que la rentabilidad y el riesgo son las dos variables que más influyen en la decisión de inversión y puesto que el modelo contable está más centrado en la revelación de información sobre rentabilidad, los usuarios solo pueden ver satisfechas sus necesidades si el modelo contable logra incorporar también información adecuada y relevante sobre los distintos riesgos que gravitan sobre el negocio de la empresa (Cea García 1992).

Por ser éste un tema de estudio relativamente reciente necesita más investigación que, además, es recomendada con frecuencia por la comunidad académica.

El presente trabajo es, pues, una respuesta a ese reto y quiere ser una contribución para profundizar en el conocimiento sobre la divulgación informativa de los riesgos empresariales con el fin de que pueda ser útil en la definición de mejores prácticas de divulgación.

La divulgación de información corporativa juega un papel importante en la economía, en especial en sistemas sociales y económicos fundados en el funcionamiento de los mercados de capitales

donde las empresas, cuya titularidad se desconecta cada vez más de la gestión, buscan financiación para el desarrollo de sus proyectos de inversión.

Los inversionistas potenciales necesitan disponer de información relevante para la evaluación de los proyectos. Los accionistas actuales (*shareholders*) tienen un problema de agencia al necesitar información fiable para evaluar si los administradores han logrado un desempeño adecuado para asegurar sus intereses (Healy e Palepu 2001). La importancia que las empresas tienen en lo funcionamiento de la economía y el control social de las repercusiones de su actividad han legitimado el derecho a la información por un conjunto más amplio de grupos de interés (*stakeholders*).

Definir la información a divulgar, saber si hay incentivos específicos para la divulgación voluntaria del tipo y nivel de información adecuada para satisfacer las necesidades de los usuarios, si las correspondientes externalidades justifican la intervención de la regulación y cuales son las características de la regulación que mejor garantizan esa información son objeto de estudio de distintas disciplinas, entre ellas, la economía, el derecho, las finanzas y la contabilidad.

El modelo vigente de divulgación de información corporativa incorpora dos aspectos: a) mediante información prevista en la normativa sobre los mercados de valores, con el fin de garantizar de los intereses de los accionistas; b) mediante información contable elaborada de acuerdo a los estándares internacionales.

La información contable, mayoritariamente histórica, expresase en estados financieros basados en criterios objetivos de reconocimiento y valoración y, también, en las notas a los estados financieros sobre aspectos complementarios, bajo el paradigma vigente que, declaradamente, busca la utilidad de la información para la toma de decisiones por los usuarios. También se presenta un informe de gestión que complementa la información mostrada en los estados financieros, que pueda contribuir a mejorar la capacidad de los usuarios para conocer el valor de las empresas.

Los cambios habidos en el entorno empresarial, guiados por la globalización y la rápida evolución científica y tecnológica, requieren nuevas necesidades de información no contempladas por el modelo tradicional (ICAEW 2011). Los activos intangibles (el conocimiento y el capital humano...) han pasado a tener enorme importancia para las compañías pero no constan de los

estados financieros, al no cumplir los requisitos de reconocimiento y valoración que establecen las normas contables convencionales (Canibano, Garcia-Ayuso et al. 2000).

También la información sobre el impacto social y medioambiental de la actividad empresarial y la mayor turbulencia económica, que es el resultado de la rápida evolución científica y tecnológica y de la globalización, han producido mayores niveles de imprevisibilidad, de riesgo y de incertidumbre.

Para cubrir los vacíos del modelo contable tradicional se han formulado diversas propuestas (ICAEW 2009). En general, todas ellas indican la necesidad de divulgar información sobre los riesgos y de las incertidumbres en los nuevos modelos de reporte. La divulgación de los riesgos por las empresas tiene su fundamento conceptual en satisfacer las necesidades de los usuarios para su toma de decisiones. Dado que la rentabilidad y el riesgo son las dos variables que más influyen en la decisión de inversión y dado que el modelo contable tradicional está centrado en ofrecer información relativa a la rentabilidad, los usuarios sólo pueden satisfacer sus necesidades informativas recibiendo información específica sobre los riesgos empresariales (Cea García 1992).

Este es un tema de estudio relativamente reciente que necesita más investigación que, además, es recomendada por la comunidad académica y por prestigiosas instituciones profesionales.

Nuestra Tesis Doctoral es, pues, una respuesta a este reto, como contribución a la profundización del conocimiento sobre la divulgación de los riesgos empresariales y sobre la revelación de mejores prácticas informativas de esta naturaleza.

2. La divulgación de información corporativa

Los fundamentos principales sobre la divulgación voluntaria de información se han centrado en el funcionamiento de los mercados de capitales y en uno otro conjunto de teorías se la cuestión.

Respecto al mercado de capitales, los intervinientes no tienen el mismo detalle de información sobre las empresas, lo que genera asimetrías que podrían provocar, en caso límite, el colapso de los mercados - fenómeno de selección adversa (Akerlof 1970). Se infiere que las empresas que no hacen divulgación son las de mala calidad y para evitar esa identificación las empresas de calidad superior tienen incentivos para reducir las asimetrías de información con los inversores

potenciales, divulgando información voluntaria. Al final los inversores deducen que las empresas que no hacen divulgación son las de peor calidad y así, de forma directa o indirecta, toda la información es conocida por el mercado de acuerdo con el principio de la revelación total (Grossman e Hart 1980; Grossman 1981; Milgrom e Roberts 1986).

En el ámbito de los mercados de capitales, se producen relaciones de agencia entre los accionistas y los administradores que puede llevar a que éstos, buscando sus propios intereses, puedan expropiar a los accionistas. Estos toman medidas de control y de monitorización que provocan costes de agencia (Jensen e Meckling 1976). Para evitar los costes de agencia, los administradores tienen incentivos para reducir las asimetrías de información con los accionistas mediante la divulgación voluntaria de la información.

Son diferentes las características de los dos tipos de información necesaria en cada una de las situaciones anteriores. La información necesaria para los inversores está más relacionada con la valoración y debe ser especialmente relevante, mientras que la información necesaria a efectos del control (*stewardship*) debe ser especialmente fiable. No siempre es fácil compatibilizar estas dos características de la información financiera.

Aunque el principio de la revelación total y los mecanismos de agencia proporcionen incentivos a la divulgación voluntaria, algunas circunstancias puedan ocurrir que pueden llevar los administradores a no divulgar toda la información (Beyer, Cohen et al. 2010), como los costes de divulgación y la no verificación de algunos de los presupuestos del principio de la revelación total.

Por costes de divulgación se entiende el coste de producción y diseminación de la información (coste directo) y los inconvenientes para las empresas por divulgar información con sensibilidad comercial y los posibles litigios por parte de terceros que poden tomar decisiones fundadas en información divulgada pero más o menos inconcreta (costes indirectos).

La divulgación voluntaria se explica con base en diferentes teorías: teoría de la agencia (Jensen e Meckling 1976), teoría de la señalización (Spence 1973; 2000), teoría positiva de la contabilidad (Watts e Zimmerman 1978), teoría de los grupos de intereses (Freeman 1984; Donaldson e Preston 1995) y teoría de legitimidad (Dowling e Pfeiffer 1975; Meyer e Rowan 1977; DiMaggio e Powell 1983).

Sin embargo, no existe una teoría unificada de la divulgación corporativa (Verrecchia 2001) y no resulte posible garantizar que toda la información que necesitan los usuarios sea suministrada por las empresas de forma voluntaria. Uno de los mecanismos que puede asegurar el suministro de un nivel adecuado de información es la regulación aunque esto sea uno tema controvertido.

Las prácticas de regulación económica surgen a comienzos del siglo XX con la teoría del interés público (*helping hand*) (Pigou 1938) para mitigar los fallos del mercado e internalizar los efectos de posibles externalidades. Las principales críticas a la teoría del interés público han sido protagonizadas por la Escuela de Chicago (Coase 1960) y posteriormente por la teoría de la captura (Stigler 1971; Posner 1974) que atribuyen a la regulación muchas de las imperfecciones apuntadas como originadas por los mercados, ponen en duda la capacidad de los gobiernos para garantizar situaciones idealmente perfectas y sugieren que la regulación puede producir sus propias externalidades.

La regulación sobre la divulgación de información corporativa se justifica principalmente por los efectos benéficos que puede inducir tanto en las empresas (aumento de la liquidez de las acciones, reducción del coste del capital, aumento del valor de las empresas), como en el mercado en sentido amplio (Leuz e Wysocki 2008), originando externalidades, tanto reales como financieras (reducir el coste agregado de producción de información en la economía, proteger los intereses de los inversores más pequeños, reducir los costes de agencia y finalmente, por la naturaleza de bien público de la información corporativa (Leftwich 1980; Watts e Zimmerman 1986).

Actualmente, la divulgación de información corporativa se hace en cumplimiento de la leyes mercantiles donde se fijan los mínimos de información a divulgar y, en el caso de las cotizadas, también en cumplimiento de las normas de los mercados de valores.

3. La divulgación de los riesgos empresariales

No hay consenso en la definición del concepto de riesgo, variando los enfoques de acuerdo con los distintos paradigmas que enferman el conocimiento humano.

Para Knight (1921), hay “incertidumbres mensurables” si es posible el cálculo de probabilidades, e “incertidumbres no mensurables”, si no es posible determinar probabilidades. En el primero caso se está en una situación de riesgo y en el segundo se está en una situación de incertidumbre. Muchas de las situaciones de los negocios tienen probabilidades subjetivas y son, en esencia, incertidumbres (ICAEW 2011).

El riesgo se puede entender en sentido estricto (solamente negativo) o en sentido amplio (en los dos sentidos, positivo y negativo). Además, puede ser sistemático (común a todas las empresas) o idiosincrático (sólo aplicable a empresas concretas). Se puede hablar también de riesgo bruto (antes de aplicar acciones de mitigación) o de riesgo neto (después de aplicar acciones de mitigación). Finalmente, el riesgo puede ser analizado en términos totales, si se refiere a todos los factores de riesgo posibles, o en términos parcelares, si sólo se refiere a algunos factores de riesgo.

En particular, los diversos factores de riesgo determinan diferentes clasificaciones de riesgo. Es prácticamente unánime la distinción entre riesgos financieros, aquellos que pueden tener un efecto directo sobre los activos y los pasivos monetarios, y riesgos no financieros, aquellos que pueden tener, sobre los mismos, un efecto indirecto. Los riesgos no financieros también suelen dividirse en riesgos externos, sobre los cuales es más difícil intervenir, y en riesgos internos, sobre los cuales las empresas tienen mayor capacidad de acción (Hodgkinson, Anderson et al. 1997).

A partir de finales de los años 80, empezó a surgir una mayor necesidad de información sobre los riesgos empresariales, intensificándose a lo largo de toda la década de los 90, después importantes transformaciones en los entornos de los negocios y como resultado de las insuficiencias apuntadas de la divulgación financiera tradicional y después la ocurrencia de muchos casos de bancarrota de grandes empresas en cuya origen han estado deficiencias de información o divulgación fraudulenta.

También la intensificación en el uso de productos derivados para efectos de cobertura de riesgo ha llevado a la regulación contable de estos instrumentos en donde se contemplan divulgaciones complementarias sobre la exposición al riesgo financiero.

El sector financiero, por su importancia central en el funcionamiento de la economía, ha sido objeto de regulación específica para asegurar adecuados niveles de transparencia.

El incremento de mejores prácticas de gobernanza empresarial y el relieve alcanzado por los sistemas de control interno y de gestión del riesgo han llevado a demandar mayores divulgaciones sobre los riesgos.

Todos estos hechos son consecuencia de una nueva realidad que ha llevado a repensar sobre la manera de divulgar información sobre los riesgos empresariales si se quiere que éste pueda ser útil para los usuarios.

En particular, para los accionistas actuales o potenciales, cuando se trata de decidir si mantener o hacer nuevas inversiones, los usuarios necesitan de evaluar rentabilidad esperada y el riesgo asumido. Sin embargo, la información de los estados financieros se centra principalmente en la rentabilidad y no ofrece información adecuada sobre los riesgos de las empresas que pueden afectar la obtención de los resultados futuros (Cea García 1992; 1995).

Las razones que pueden justificar la divulgación de los riesgos empresariales encajan dentro de la teoría de la divulgación de información corporativa en general. Así pueden identificarse ventajas para las empresas y ventajas para el mercado inherentes a la divulgación de los riesgos.

Como ventajas para las empresas, la literatura señala:

- presumiblemente un menor coste de capital (Hodgkinson, Anderson et al. 1997; Schrand e Elliot 1998; Linsley e Shrives 2006; Deumes e Knechel 2008; ICAEW 2011);
- mejora de la gestión de los riesgos, posibilitando un mayor rendimiento (Hodgkinson, Anderson et al. 1997; Linsley e Shrives 2006; ICAEW 2011);
- reducción de los costes de agencia al reducirse las asimetrías de información;
- reducción de los costes políticos;
- señalización de las buenas cualidades de los directivos;
- obtención de legitimidad por congruencia con los valores sociales.

Como ventajas para el mercado:

- aumento de la capacidad predictiva de la información corporativa por la mejora de la calidad de ésta (Hodgkinson, Anderson et al. 1997; BCBS 1998; Linsley e Shrives 2000);
- posibilidad para los inversores de ajustar los perfiles de riesgo de sus carteras de inversiones (Cea García 1995; Abraham, Marston et al. 2012);
- mejor asignación del capital en la economía por el aumento de la liquidez de los títulos (acciones o obligaciones) (AICPA 1994a);
- aumento de la eficiencia de los mercados por la mayor transparencia de la información (Abraham, Marston et al. 2012);
- garantizar un tratamiento idéntico a pequeños y grandes inversores (Linsley e Shrives 2000);
- mayor responsabilidad (*accountability*) (Linsley e Shrives 2000).

Los estados financieros tradicionales contienen principalmente información histórica, con lo que son insuficientes para evaluar el rendimiento futuro, siendo necesario, cada vez más, información sobre los riesgos en la forma narrativa que posibilite evaluar las circunstancias generadoras de valor económico que no se deducen de aquéllos.

La información financiera histórica, incluso la que consta de los estados financieros, puede contener alguna información implícita o indirecta sobre los riesgos empresariales, como el nivel de endeudamiento, las tendencias pasadas, la información segmentada por sectores o por regiones geográficas que pueden ser utilizadas por los usuarios en sus evaluaciones de lo riesgo. No obstante, las tendencias históricas sólo tienen capacidad predictiva si en el futuro se diesen padrones similares a los ocurridos en el pasado. El riesgo y la incertidumbre resultan del desconocimiento de la ocurrencia de eventos futuros y de sus impactos probables, por lo cual intentar evaluar los riesgos solamente con base en información histórica equivale a “dirigir un coche mirando al retrovisor” (ICAEW 2011).

Así, una adecuada información sobre los riesgos empresariales presupone divulgar información estimada y cuantificada sobre objetivos y estrategias, sobre amenazas y oportunidades, sobre sus impactos probables y formas de mitigación...

Además, porque ni todos los riesgos son comunes a todas las empresas, una adecuada divulgación requerirá, también, que cada empresa divulgue sus riesgos específicos y señale su priorización, en lugar de divulgar largas listas de riesgos, pues esto conduciría a la dispersión de la información y a la dilución de los riesgos relevantes (ICAEW 2011).

Idealmente, las divulgaciones de los riesgos deberían ser específicas, cuantificadas a ser posible e informando para cada riesgo el impacto esperado, evitando declaraciones genéricas (*boilerplate*).

Para asegurar una adecuada divulgación, la forma de hacerlo es igualmente importante. El ICAEW (Hodgkinson, Anderson et al. 1997) ha formulado una propuesta de estado específico para divulgar los riesgos como parte integrante de los estados financieros pero, pero después de los resultados obtenidos por una encuesta dirigida a las empresas del FTSE 500, terminó por abandonar esa propuesta por temor a que podría convertirse en un conjunto de divulgaciones generales y sin sentido, proponiendo, a continuación, que las divulgación de los riesgos se haga dentro del Informe Anual (ICAEW 1999).

También Lopo (1999) propuso un estado sustantivo para divulgar los riesgos, basado en un conjunto de indicadores de riesgo para el mismo periodo a que se refiere el resultado, con el fin de potenciar la capacidad predictiva de la información.

En términos generales, excepto Alemania que aprobó un estado específico, la divulgación de los riesgos empresariales ha evolucionado en el sentido de incorporar la divulgación de los riesgos financieros en las Normas de Contabilidad y la divulgación de los riesgos no financieros en el Informe Anual.

Con independencia de los presumibles efectos favorables, o sea, de los diversos tipos de incentivos e beneficios, las empresas estarán dispuestas a divulgar de manera voluntaria los riesgos que les afectan e incluso por encima de los requerimientos exigidos por la regulación que surgió como consecuencia de la importancia del tema a partir de los años 80. Sin embargo, la literatura unánimemente considera que hay poca divulgación de los riesgos empresariales y que la existente no tiene gran utilidad sobre la base de las prácticas observadas (Hodgkinson, Anderson et al. 1997; Schrand e Elliot 1998; Lajili e Zéghal 2005; Linsley e Shrives 2006; Abraham e Cox 2007; Abraham, Solomon et al. 2007; Abraham, Marston et al. 2012).

Al intentar encontrar justificaciones por la escasa y deficiente información sobre los riesgos tenemos que cuestionar la validez de los supuestos implícitos relativos a los incentivos e beneficios para las empresas derivados de la divulgación.

De hecho, falta de evidencia empírica respecto a la reducción del coste del capital (Botosan 1997; Leuz e Wysocki 2008) y tampoco la investigación obtenida mediante encuesta o entrevista confirma esa tendencia, aparte de que los directivos parecen tener dudas sobre ese efecto (Armitage e Marston 2008).

Tampoco existe evidencia empírica en cuanto al buen desempeño logrado a partir de una mejor gestión de lo riesgo (ICAEW 2011), aunque cabe suponer que una mejor gestión del riesgo dependerá más de la proactividad de la dirección que de los incentivos derivados de una mejor divulgación (Linsley e Shrives 2000).

Además, cabe considerar la posibilidad de que los costes de la divulgación tengan un efecto adverso en la divulgación voluntaria. Los costes de compilar y publicar la información pueden ser demasiados altos para las empresas de menor dimensión, la divulgación de información propietaria puede, por una parte, afectar la posición competitiva de las empresas y, por otra,

cuando va acompañada de cláusulas de salvaguarda, puede conducir a información sin contenido relevante. Por otra parte, la posibilidad de litigio puede ocasionar una limitación pertinente.

Los costes de la información son limitaciones exógenas, pero también hay razones endógenas que pueden justificar la reducida divulgación de esta clase de información y su limitada capacidad informativa.

Los riesgos específicos de sectores de actividad, de países o de zonas geográficas son conocidos previamente por los usuarios y su divulgación sencilla es considerada *boilaerplate* y de utilidad reducida a menos que incluya algo que pueda añadir alguno conocimiento, como la cuantificación del impacto esperado. Pero, como se dijo, la naturaleza del concepto de riesgo lleva a que muchas de las situaciones de las empresas son incertidumbres de cuantificación difícil, si no imposible. Además hay algunos riesgos que no se espera sean revelados como el mal desempeño de la dirección o la ocurrencia de decisiones de inversión equivocadas (ICAEW 2011).

La información prospectiva para divulgar los riesgos tiene, también, sus propias limitaciones. En los modelos de divulgación discrecional, que presuponen información verificada, las limitaciones resultan principalmente de los costes de divulgación, pero, en modelos de información estimada, que no es verificable *ex ante*, el factor clave es su credibilidad. En estos modelos, (*cheap talk games*), la información puede ser falsa sin que esto tenga consecuencias, lo que origina una interacción estratégica entre los directivos y los usuarios (Verrecchia 2001). Este es el caso de la información prospectiva relativa a los riesgos una vez que no se puede garantizar que los riesgos sean del conocimiento de los directivos o si hay información para divulgar. Como la información no puede ser verificada, no se puede concluir nada respecto a su veracidad y, asimismo, aunque los directivos divulguen información verdadera, los usuarios mantendrán la duda e ignorarán la información (Dobler 2008).

Cuando no se observan niveles adecuados de divulgación voluntaria y cuando las empresas no internalizan los efectos en el mercado derivados de sus decisiones de divulgación, en ese caso existen motivos justificados para la regulación (Leuz e Wysocki 2008), lo que se justificaría además por el hecho de que la información corporativa tiene características de bien público y la ausencia de regulación podría conducir a infra información de esta naturaleza (Watts e Zimmerman 1978; Leftwich 1980).

En el caso de los riesgos empresariales, cuando no sean evidentes los efectos de los beneficios de la divulgación para las empresas, la regulación se justificaría para evitar las externalidades, asegurar las ventajas para el mercado en general y debería presentarse como un mecanismo institucional para el buen funcionamiento de los mercados de capitales y como garantía de los derechos de los accionistas y de los restantes grupos interesados.

Los reguladores se han dirigido hacia la evaluación de los riesgos e incertidumbres relativos a la obtención de los flujos de caja (AICPA 1987; ICAEW 1999) y a la limitación en cuanto a la discrecionalidad de las divulgaciones voluntarias (Dobler 2008).

El IASB requiere, tanto en el marco conceptual como en la IAS 1, la divulgación de los principales riesgos e incertidumbres que afectan a la empresa, en las notas a los estados financieros. Las IAS 32, la IFRS 7 y la IAS 39 establecen los requisitos del riesgo, de la gestión de lo riesgo y de la divulgación de los riesgos de instrumentos financieros. La IAS 37 regula las provisiones y requiere la divulgación de los activos y pasivos contingentes. Las IAS 34 e IFRS 8 requieren divulgar por segmentos, todos los aspectos relacionados con el riesgo. El FASB en USA, así como también los reguladores de otros países tiene normas similares sobre los mismos temas.

Además los requisitos incluidos en las normas, que respectan especialmente a riesgos financieros, contingencias, concentraciones e información segmentada, la regulación contempla la divulgación de los riesgos empresariales en los informes de gestión (MD&A, OFR, MC, etc.) o en otras partes del informe anual.

En particular, el IASB, después uno *Discussion Paper* (IASB 2005) y uno *Exposure Draft* (IASB 2009e) acabó por emitir una *Practice Statement* (IASB 2010) que no siendo una norma, es un marco conceptual, no vinculante, para la presentación de las divulgaciones narrativas que deben acompañar los estados financieros elaborados de acuerdo con las IFRS. En lo que respecta a los riesgos, las empresas deben divulgar, bajo la perspectiva de la dirección, las exposiciones, las estrategias de mitigación y su efectividad y la forma como factores no incluidos en los estados financieros poden afectar esa información. Se recomienda la divulgación de los principales riesgos e incertidumbres estratégicas, comerciales, operacionales y financieros y englobar tanto exposiciones negativas como oportunidades potenciales.

En los EUA, la SEC requiere, desde diciembre 2005, la discusión de todos los factores de riesgo en la sección 1A de los formularios 10K en uno apartado específico designado “factores de riesgo” (SEC 2005).

En la Unión Europea, la Directiva de la Modernización (EU 2003) requiere que el informe anual incluya la descripción de los principales riesgos e incertidumbres y La Directiva de la Transparencia (EU 2004) requiere un informe semestral con los hechos más importantes del primer semestre junto con la indicación de los principales riesgos e incertidumbres previstos para el segundo semestre.

Además estos requisitos en las normas de contabilidad, en los informes de gestión y en los prospectos de operaciones de bolsa, hay obligaciones en los códigos de gobierno corporativo para la divulgación por los consejos de administración de su responsabilidad en mantener adecuados sistemas de control interno y de gestión de riesgo. Es el caso, por ejemplo del *Sarbanes-Oxley*, en los EUA y del Código Unificado de Buen Gobierno, en España.

La divulgación de los riesgos empresariales está sujeta a tres tipos de regulación, a saber la relativa a los riesgos financieros, principalmente en las normas de contabilidad, la relativa a los riesgos generales, en los informes anuales y en los prospectos, y la relativa a la conformidad de los sistemas de control interno y de gestión de los riesgos, principalmente en los informes de gobierno corporativo. Aunque los riesgos financieros tienen requisitos específicos de divulgación en las normas, la divulgación de los otros tipos de riesgo es requerida en términos más vagos, dejando a los directivos encontrar la mejor forma de hacerlo (Dobler 2008).

Para hacer frente a las limitaciones de la divulgación, la regulación contempla cláusulas de excepción (*opt-out*) y de salvaguardia (*safe harbour*) que permiten a las empresas no divulgar situaciones de cuyo conocimiento público pudiera resultar grandes prejuicios. La obligación de publicar de forma vaga información sobre riesgos, en particular los no financieros, permite alguna arbitrariedad pudiendo parecer un régimen similar a la divulgación voluntaria. De igual forma, la exigencia de contar con sistemas adecuados de gestión de los riesgos no garantiza que los directivos, aunque conozcan los riesgos, los vayan a divulgar.

Debido a las características específicas de la información sobre los riesgos empresariales, ni incluso, su regulación, garantizan que la información suministrada sea completa y adecuada (Dobler 2008).

4. Principales conclusiones de la revisión de los trabajos empíricos sobre divulgación de los riesgos empresariales

La literatura manejada sobre riesgos empresariales incluye pronunciamientos institucionales (AICPA 1987; Hodgkinson, Anderson et al. 1997; ICAEW 1999; ICB 2011), trabajos normativos y analíticos (Cea García 1992; 1995; Lopo 1999; Linsley e Shrives 2000; Tirado e Cabedo 2004; Dobler 2008), así como también trabajos empíricos - Informes Anuales de empresas financieras (Linsley, Shrives et al. 2006; Oliveira, Rodrigues et al. 2010; Höring e Gründl 2011; Oliveira, Rodrigues et al. 2011b), prospectos (Papa 2007; Deumes 2008) e Informes Anuales de empresas no financieras (Beretta e Bozzolan 2004; Lajili e Zéghal 2005; Mohobbot 2005; Berger e Gleißner 2006; Linsley e Shrives 2006; Abraham e Cox 2007; Abraham, Solomon et al. 2007; Amran, Bin et al. 2009; Hassan 2009; Rajab e Handley-Schachler 2009; Tirado e Cabedo 2009; Vandemaele, Vergauwen et al. 2009; Atan, Maruhun et al. 2010; Campbell, Chen et al. 2010; Neri 2010; Dobler, Lajili et al. 2011; Kravet e Muslu 2011; Oliveira, Rodrigues et al. 2011a).

Los estudios empíricos sobre la divulgación de los riesgos empresariales son un tema de investigación reciente que se ha intensificado a partir de medio del año 2000. La mayor parte incide sobre empresas de un solo país, siendo dominantes los efectuados en empresas del Reino Unido y solamente un estudio reciente (Dobler, Lajili et al. 2011) es sobre una muestra de cuatro países con mayor cultura de divulgación de riesgos.

La metodología adoptada en la recogida de la información condiciona la dimensión de las muestras y el tipo de análisis efectuado. La mayor parte de los estudios utilizan análisis de contenido de los Informes Anuales a partir de los cuales se construyen índices de divulgación que describen las características de la divulgación, así como comprobar si existen posibles correlaciones entre la cantidad o calidad de la divulgación y ciertas características de las empresas. Solamente dos de los estudios (Campbell, Chen et al. 2010; Kravet e Muslu 2011) refutan esta tendencia, utilizando análisis de contenidos computarizada sobre los apartados de “factores de riesgo”.

Respecto a características de las divulgaciones, la principal tendencia es el predominio de divulgaciones relacionadas con riesgos financieros y no cuantificadas, relativas principalmente a malas noticias y sobre hechos pasados.

Se aprecia una mejoría en la divulgación en los trabajos de análisis temporal, tanto en número como en calidad, lo que puede estar relacionado con la evolución de la regulación.

Respecto a los determinantes de la divulgación, la más documentada se refiere a la relación entre cantidad de información revelada y tamaño de las empresas.

No se encuentra ningún caso donde se pruebe si existe relación con la rentabilidad.

La mayoría de los trabajos no trata la posible relación entre la cantidad de información revelada con el riesgo (medido por el coeficiente de endeudamiento). Dos estudios que analizan la relación con el riesgo ambiental verifican que existe relación positiva.

Tampoco la relación con el sector de actividad presenta un patrón uniforme.

Respecto a características del sistema de Gobierno Corporativo, la cantidad de información revelada presenta correlación positiva con el número de Consejeros independientes y con el de Consejeros ejecutivos. No se ha encontrado la existencia de correlación con los Comités de Auditoría ni con el de Riesgos.

No se ha encontrado correlación entre cantidad de información divulgada y concentración de la propiedad.

5. Cuestiones de investigación, objetivos e hipótesis

Como ya se ha indicado, la divulgación de los riesgos empresariales juega un papel relevante en el adecuado funcionamiento de los mercados de capitales y en la mejoría de la transparencia y de la rendición de cuentas (*accountability*).

Prueba de ello es el número de iniciativas impulsadas en las dos últimas décadas por distintos organismos reguladores, de supervisión y de normalización contable tendentes a la divulgación de este tipo de información en el modelo de rendición de cuentas.

La comunidad académica también se ha mostrado interesada en el tema y ha empezado a investigar en él, con diversas contribuciones analíticas, normativas y empíricas.

Aunque exista cierto consenso en cuanto a la información ideal que debería ofrecerse sobre los riesgos, los resultados de los estudios evidencian que la revelación es escasa y deficiente, lo que reduce su utilidad.

Esto parece ser debido a la naturaleza subjetiva del concepto de riesgo, a la existencia de factores muy distintos del riesgo y a las características intrínsecas de su información.

Mejorar el modelo de divulgación es un objetivo tanto de los académicos como de los reguladores. La comunidad académica, por tratarse de un tema de estudio reciente, estimula la realización de trabajos de investigación para poder conocer mejor el tema y las prácticas actuales de revelación.

Nuestro trabajo de investigación ha pretendido conocer las prácticas de divulgación sobre riesgos de las grandes empresas no financieras, de influencia continental.

Esto se encuentra desarrollado dentro de nuestra descripción sobre el marco teórico y en la revisión de los estudios anteriores, lo cual nos ha permitido plantear las siguientes preguntas de investigación:

- a) Dado que existen diversos tipos de riesgo, diversos tipos de divulgaciones sobre los riesgos (con diversas características semánticas y en distintas partes del Informe Anual, ¿qué rasgos deberían revelarse sobre los riesgos empresariales?
- b) Dado que la actual crisis financiera internacional, ha elevado el ambiente de riesgo de los negocios a escala mundial y que cada vez más se requiere información sobre riesgos empresariales como una pieza más de la presentación de cuentas (y con referencia al intervalo 2007 al 2011), ¿se observan diferencias importantes respecto a la cantidad y a la forma de revelación sobre los riesgos empresariales?
- c) ¿Hay determinadas características de las empresas que puede explicar la cantidad de información que revelan sobre sus riesgos?

Para responder a estas cuestiones de investigación se han establecido los siguientes objetivos:

- 1º) Caracterizar las divulgaciones relacionadas con los riesgos: por tipología de riesgo, por tipo de divulgación, por las características semánticas y por el espacio del Informe Anual donde aparecen.
- 2º) Comparar las diferencias observadas sobre la cantidad y la forma de revelación entre los años 2007 a 2011.
- 3º) Identificar un conjunto de características de las empresas que expliquen la cantidad de informaciones reveladas.

Basadas en la literatura sobre el tema, se han formulado las siguientes hipótesis para cada uno de los objetivos planteados:

Hipótesis sobre el primer objetivo:

Hipótesis 1 – No hay diferencias significativas entre el número de divulgaciones sobre los diversos tipos de riesgo.

Hipótesis 2 – El número de divulgaciones sobre riesgos financieros es significativamente menor que el número de divulgaciones sobre riesgos no financieros.

Hipótesis 3 – El número de divulgaciones de los diversos tipos de riesgo presenta diferencias significativas.

Hipótesis 4 – El número de divulgaciones de factores de riesgo y de gestión de los riesgos es significativamente mayor que el número de divulgaciones de conformidad de los sistemas de control interno y de gestión de riesgo.

Hipótesis 5 – El número de divulgaciones de factores de riesgo es significativamente superior al número de divulgaciones de gestión de los riesgos.

Hipótesis 6 – El número de divulgaciones de forma cuantificada es significativamente menor que el número de divulgaciones de forma no cuantificada.

Hipótesis 7 – El número de divulgaciones con impacto es significativamente diferente del número de divulgaciones sin impacto.

Hipótesis 8 – El número de divulgaciones con impacto positivo no es significativamente diferente del número de divulgaciones con impacto negativo.

Hipótesis 9 – El número de divulgaciones sin orientación temporal no es significativamente diferente del número de divulgaciones con orientación temporal.

Hipótesis 10 – El número de divulgaciones relativas al futuro es significativamente menor que el número de divulgaciones relativas al pasado.

Hipótesis 11 – El número de divulgaciones con diversos contenidos de información es significativamente diferente.

Hipótesis 12 – El número de divulgaciones en cada uno de los espacios del Informe Anual no es significativamente diferente.

Hipótesis 13 – El número de divulgaciones en diversos grupos de países es significativamente diferente..

Hipótesis 14 – El número de divulgaciones en distintos sectores de actividad es significativamente diferente.

Hipótesis 15 – El número de divulgaciones de las empresas cotizadas es significativamente superior al de las empresas no cotizadas en los EE.UU..

Hipótesis sobre el segundo objetivo:

Hipótesis 16 – El número de divulgaciones de riesgos efectuadas en el año de 2011 es significativamente superior al de 2007.

Hipótesis 17 – El perfil de las divulgaciones de riesgos no ha cambiado significativamente del año de 2007 hasta 2011.

Hipótesis sobre el tercer objetivo:

Hipótesis 18 – El número de las divulgaciones de riesgos está significativamente relacionado con el tamaño de las empresas.

Hipótesis 19 – El número de divulgaciones de riesgos no está significativamente relacionado con el nivel de riesgo de las empresas.

Hipótesis 20 – El número de divulgaciones de riesgo no está significativamente relacionado con la rentabilidad de las empresas.

Hipótesis 21 – El número de divulgaciones de riesgos es significativamente relacionado con el país de origen de las empresas;

Hipótesis 22 – El número de divulgaciones de riesgos está significativamente relacionado con el sector de actividad.

Hipótesis 23 – El número de divulgaciones de riesgos está significativamente relacionado con la circunstancia de si las empresas están o no cotizadas en los EE. UU.

6. Metodología

Una cuestión clave en la investigación sobre divulgación de información es la naturaleza del propio concepto que no es posible de manera directa, por lo siendo hay que recurrir a “*proxis*” que lo representen. Puesto que las distintas teorías que intentan explicar la divulgación corporativa suelen utilizar las mismas “*proxis*”, por ello es difícil, en nuestra opinión, poder reivindicar los resultados obtenidos por una determinada teoría.

Por ello, este trabajo ha adoptado una perspectiva teórica que pretende combinar diferentes teorías y, aunque tenga preocupaciones normativas que pudieran ser útiles a la comunidad científica y a los organismos reguladores, se ha desarrollado, a ejemplo de otros autores que han tratado el tema (Linsley e Shrives 2006; Abraham e Cox 2007; Dobler, Lajili et al. 2011), bajo un enfoque de investigación positivista teniendo por objeto identificar las características y encontrar motivos determinantes de la divulgación de los riesgos empresariales.

El estudio se ha centrado en las empresas no financieras europeas de influencia continental. Las dos tradiciones dominantes, la de la ley común y la de ley civil, son apuntadas como factores que han influido en el desarrollo financiero y económico (Levine 1999), estando asociada a la primera un sistema financiero basado en el mercado y a la segunda un sistema financiero basado en la financiación bancaria.

Estas diferencias son muchas veces invocadas como factores explicativos de las diversas prácticas de divulgación. Hasta donde sabemos, no existen apenas estudios de divulgación de riesgos en empresas no financieras en países de ley civil.

La muestra elegida está constituida por las empresas no financieras pertenecientes al índice *Euro Stoxx 50*, respecto a febrero 2013. Se han excluido las empresas financieras por estar sujetas a requisitos especiales de divulgación. De las 38 empresas que quedaron, otra empresa irlandesa fue también excluida, por no ser de origen continental. Por tanto, la muestra final está constituida por 37 empresas, cuyos Informes Anuales de Gestión de 2007 y 2011 hemos analizado.

Hemos utilizado la versión en inglés de los Informes Anuales para evitar sesgos de análisis, obtenidos vía internet.

Elegimos el año 2007 por ser el primer de la reciente crisis financiera y el año 2011 por ser el último con información disponible en la fecha de su recogida.

La cuantificación de las divulgaciones se ha efectuado mediante la elaboración de un índice obtenido mediante el análisis de contenidos de cuatro apartados de los Informes Anuales de las empresas de la muestra. Los datos de las características de las empresas se han cogido de la base de datos *Datastream*.

En la análisis de los contenidos se ha elegido la “frase en su contexto” como unidad de codificación y de análisis por ser la que puede garantizar datos más fiables (Hackston e Milne 1996; Milne e Adler 1999). El instrumento de codificación adoptado respecto a la tipología de los riesgos (2006), presenta además otras dimensiones como el tipo de divulgación, la localización en el informe, con inclusión de las divulgaciones efectuadas de forma neutra y sin orientación temporal.

Dado que la literatura coincide en atribuir mayor contenido informativo a las divulgaciones cuantificadas y a las relativas al futuro, y menor contenido informativo a las divulgaciones efectuadas de forma genérica, tomando como base combinaciones de las distintas características semánticas se han construido cuatro grupos de divulgaciones con distintos contenidos informativos.

La codificación de los informes se ha realizado por dos codificadores, con experiencia previa de codificación sobre el tema. Puesto que el análisis de contenidos es intrínsecamente subjetivo hay garantizar niveles adecuados de fiabilidad para que las conclusiones sean válidas (Hackston e Milne 1996; Krippendorff 2004). Para ello, después elaboración de un conjunto de reglas de decisión, se ha codificado por cada uno de los codificadores un grupo piloto de informes para revisar y refinar las reglas.

Se realizaron *tests* de fiabilidad entre los codificadores (*inter coder reliability test*) de manera independiente por cada uno de los codificadores de uno otro grupo de los informes, habiéndose calculado un Scott's π de 0,89. Niveles de fiabilidad superiores a 0,75 o 0,8 se consideran aceptables (Hackston e Milne 1996; Beattie, McInnes et al. 2004), por lo que, seguidamente, cada codificador codificó la mitad de la muestra.

Para validar las hipótesis del tercer objetivo era necesario medir y cuantificar las medidas escogidas para representar las variables independientes en un modelo de regresión lineal múltiple. Con base en la literatura se han adoptado:

- El total del activo (TA) para el tamaño de las empresas;
- La rentabilidad del capital invertido (ROIC) para la rentabilidad;
- El ratio de deuda (ENDIV) para el riesgo;
- Una variable *dummy* (IND) en donde “1” significa empresas industriales y “0” empresas no industriales;
- Una variable *dummy* (EUA) en donde “1” significa cotizada en EE.UU. y “0” no estar cotizada en EE UU;
- Una variable *dummy* (GERM) en donde “1” significa pertenecer a un país germánico y “0” no pertenecer a un país germánico;
- Una variable *dummy* (FRANC) en donde “1” significa pertenecer a un país francófono y “0” no pertenecer a un país francófono ;

Los datos fueran tratados mediante estadística descriptiva y estadística inferencial. En la validación de las hipótesis se han utilizado los *tests* de comparación de medias más adecuados a cada caso y análisis de correlación multivariada.

Dado el tamaño de la muestra, la extensión del teorema del límite central permite presumir la normalidad de las variables ya que, en la medida que el tamaño aumenta, la distribución media muestral tiende a la distribución normal, teniendo en cuenta que, en muestras superiores a 30, la distribución de la media muestral es satisfactoriamente aproximada a la normal (Maroco 2007).

Cuando en presencia de mediciones diversas en las mismas empresas se han utilizado *tests* estadísticos para mediciones repetidas como el *test* T para muestras emparejadas y el ANOVA de mediciones repetidas.

Con base en el teorema del límite central se han aplicado *tests* paramétricos. Además, para asegurar robustez a los resultados se han calculado los *tests* no paramétricos equivalentes Wilcoxon Matched-Pair Signed-Rank y el Friedman’s 2-Way ANOVA by Ranks. Si bien no se presentan los resultados, éstos han conducido siempre a las mismas conclusiones.

En el análisis correlacional multivariante se ha utilizado, después de verificados los supuestos de aplicación, regresión lineal múltiple (*Ordinal Least Squares*), para obtener factores explicativos

del número de divulgaciones que se ha representado por lo índice de divulgaciones de riesgo del año de 2011 por ser el año más reciente, resultando el modelo siguiente:

$$DRR11T_i = \beta_0 + \beta_1 TA_i + \beta_2 ROIC_i + \beta_3 ENDIV_i + \beta_5 IND_i + \beta_6 EUA_i + \beta_7 GERM_i + \beta_8 FRANC_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

El mismo modelo ha sido, complementariamente, aplicado a los índices parciales de divulgaciones de riesgos financieros (DRFINT11), de riesgos no financieros (DRNFINT11), de divulgaciones de riesgo (DRT11) y de divulgaciones de conformidad de los sistemas de control interno y de gestión del riesgo (DCFT11).

7. Conclusiones principales

- 1) Los resultados realzan la necesidad de tener en cuenta las diversas tipologías de riesgo así como los diversos tipos de divulgación que tienen características específicas y resultan de diversos requisitos regulatorios.
- 2) El patrón de divulgación identificado en las empresas de la muestra se caracteriza por una mayor divulgación de riesgos no financieros comparado con las divulgaciones de riesgos financieros, y un mayor número de divulgaciones de factores de riesgo comparadas con las divulgaciones de gestión de riesgo y las de conformidad de los sistemas de control interno. Sin embargo, estos dos últimos tipos de divulgación representan, en conjunto, cerca de 53% del total (45% en los riesgos financieros), aunque tienen poco contenido de información;
- 3) Las divulgaciones globales son efectuadas mayoritariamente de forma no cuantificada y sin diferencias entre las neutras y las que evidencian un impacto. Las que tienen impacto negativo son más frecuentes que las que tienen impacto positivo. Son más frecuentes las divulgaciones sin orientación temporal y las que se refieren al pasado son más que las que del futuro.
- 4) El patrón de divulgación global resulta de dos patrones distintos de divulgación de los riesgos financieros (los menos divulgados) y de los riesgos no financieros (los más divulgados).
- 5) Las dos tipologías de riesgo se divulgan mayoritariamente de forma no cuantificada, aunque con menos intensidad en el caso de los riesgos financieros.
- 6) Los riesgos financieros se divulgan más de forma neutra y sin diferencias significativas entre las buenas y las malas noticias. Los riesgos no financieros se divulgan sin

diferencias significativas entre divulgaciones neutras y divulgaciones con impacto, siendo dominantes las malas noticias con respecto a las buenas.

- 7) Los riesgos financieros se divulgan más sin orientación temporal y con más divulgaciones de hechos pasados que los de hechos futuros. En los riesgos no financieros no hay diferencias significativas entre las divulgaciones con y sin orientación temporal y tampoco hay diferencias significativas entre las que se refieren al pasado y al futuro.
- 8) En la combinación de las diversas características semánticas (cuatro grupos de divulgaciones con distintos contenidos informativos) predominan las de contenido reducido, en términos globales y en cuanto a las dos tipologías de riesgo. El segundo grupo de divulgaciones más corriente corresponde a las de buen contenido bueno, seguidas por las de contenido moderado y, por fin, por las de contenido elevado.
- 9) Las divulgaciones de contenido reducido se ven muy afectadas por el número de divulgaciones de gestión de los riesgos y por las de conformidad de los sistemas de control interno y de gestión de riesgo.
- 10) En términos globales, el Informe de Gestión es el espacio del Informe Anual que contiene más información sobre riesgos. Le siguen las notas y el Informe de Gobierno Corporativo. Pero, en las notas se divulgan más los riesgos financieros que los no financieros y en el Informe de Gestión se divulgan más los riesgos no financieros que los financieros, en acuerdo con los requisitos de la regulación.
- 11) El número de divulgaciones se incrementó sustancialmente entre 2007 hasta 2011, probablemente en respuesta a la presión institucional para una mayor transparencia y en cumplimiento de los requisitos de la regulación implementados.
- 12) El crecimiento ha sido más acentuado en las divulgaciones de riesgos no financieros y en las divulgaciones de conformidad de los sistemas de control interno y de gestión de riesgo.
- 13) El crecimiento del número total de divulgaciones no fue acompañado por una mejora en las características de la información para cubrir adecuadamente las necesidades de los usuarios de la información para evaluar los riesgos de las empresas. Globalmente parece confirmarse que estamos asistiendo a una mayor divulgación formal, más que a una divulgación sustancial, como hace notar el ICAEW (2011).
- 14) En las divulgaciones de factores de riesgo las empresas de la muestra parecen presentar patrones de divulgación más cercanos de los que se consideran útiles para los usuarios.

- 15) A pesar de que todas las empresas de la muestra pertenecen a un índice de los *blue chips*, el tamaño de las empresas resultó el factor explicativo de mayor importancia para el número de divulgaciones, en el modelo de regresión lineal múltiple aplicado a diferentes índices de divulgación, lo que confirma la gran mayoría de las investigaciones anteriores, tanto en general como en la divulgación de los riesgos en particular.
- 16) Ni la rentabilidad, medida por el rendimiento de los activos, ni el riesgo, medido por el ratio de deuda, resultó explicativo del número de divulgaciones, tanto globales como por tipología de riesgo o por tipo de divulgación.
- 17) El hecho de que las empresas sean de países germánicos, y no latinos, resultó ser un factor explicativo del número total de divulgaciones, de las divulgaciones de riesgos financieros y de divulgaciones de los riesgos en general, mientras que el hecho de que las empresas sean de países francófonos, y no latinos, no resultó ser un factor explicativo del número de divulgaciones. Los resultados pueden ser causados por factores culturales pero también pueden estar relacionados con la existencia en Alemania de una norma específica para la divulgación de los riesgos.
- 18) A diferencia de la mayor parte de la evidencia anterior, ni el hecho de que las empresas pertenezcan a un sector de actividad industrial, ni el hecho de que estén cotizadas en los EE.UU. resultó explicativo del número de revelaciones. Estos resultados pueden estar relacionados con el hecho de que todas las empresas de la muestra son de grande tamaño y están sujetos a altos niveles de presión institucional, lo que las lleva a adoptar estándares de cantidad de divulgación que anulan las diferencias inducidas por el sector de actividad y por la cotización en los EE.UU.

Lista de abreviaturas

AAA - *American Accounting Association*

ADR - *American Depositary Receipt*

AICPA - *American Institute of Certified Public Accountants*

AIMR - *Association for Investment Management and Research*

ASB - *Accounting Standards Board*

ASOBAT - *A Statement of Basic Accounting Theory*

CAPM - *Capital Asset Pricing Model*

CEO - *Chief Executive Officer*

CFO - *Chief Financial Officer*

CG – *Corporate Governance*

CICA - *Canadian Institute of Chartered Accountants*

COSO - *Committee of Sponsoring Organizations*

EDGAR - *Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval*

EU – *União Europeia*

EUA – *Estados Unidos da América do Norte*

FASB - *Financial Accounting Standards Board*

FRR - *Financial Reporting Release*

FRS – *Financial Reporting Standard*

FTSE - *Financial Times and the London Stock Exchange (UK stock index)*

GAS - *German Accounting Standards*

IAS - *International Accounting Standards*

IASB - *International Accounting Standards Board*

ICAEW - *Institute of Chartered Accountants of England and Wales*

ICB - *Industry Classification Benchmark*

IFRS - *International Financial Reporting Standard*

IOSCO - *The International Organization of Securities Commissions*

MBO - *Management Buyout*

MC – *Management Commentary*

MD&A – *Management Discussion and Analysis*

OCDE - *Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico*

OFR - *Operating and Financial Review*

ROA - *Return On Assets*

ROE - *Return on Equity*

ROIC - *Return On Invested Capital*

SEC - *U.S. Securities and Exchange Commission*

SFAS - *Statement of Financial Accounting Standards*

SOP – *Statement of Position*

SOX – *Sarbanes-Oxley Act*

US GAAP – *United States Generally Accepted Accounting Principles*

VaR – *Value at Risk*

Índice

1	INTRODUÇÃO.....	1
1.1	Âmbito da investigação e relevância do tema	1
1.2	Questões de investigação e objetivos	3
1.3	Metodologia.....	5
1.4	Estrutura	5
	PARTE I - ENQUADRAMENTO TEÓRICO	7
2	A DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO CORPORATIVA	9
2.1	A necessidade de informação sobre as empresas	9
2.1.1	Assimetrias de informação entre gestores e potenciais investidores	10
2.1.2	Relações de agência entre gestores e acionistas	11
2.1.2.1	A informação corporativa como mecanismo de solução dos problemas de informação e de agência.....	12
2.1.2.2	Os custos da divulgação	13
2.1.2.3	Estratégias de divulgação voluntária parcial	14
2.2	Teorias justificativas da divulgação voluntária	17
2.2.1	Teoria da Agência	17
2.2.2	Teoria da Sinalização	19
2.2.3	Teoria Positiva da Contabilidade.....	20
2.2.4	A Teoria dos grupos de interesse (<i>Stakeholders</i>)	22
2.2.5	A Teoria da Legitimidade.....	22
2.3	A divulgação voluntária <i>versus</i> divulgação regulada	24
2.3.1	A teoria do interesse público e as críticas da escola de Chicago.....	24
2.3.2	A regulação da informação corporativa.....	28
2.3.3	Mecanismos de regulação da informação corporativa	33
2.4	A necessidade de informação adicional à prevista nas normas de contabilidade	36
2.4.1	A informação sobre riscos e incertezas nas propostas de melhoramento da divulgação corporativa.....	39
3	A DIVULGAÇÃO DOS RISCOS EMPRESARIAIS	40
3.1	Conceito de risco	40
3.1.1	A falta de unanimidade sobre o conceito de risco	40
3.1.2	As várias perspetivas do conceito de risco	44
3.1.3	As Diferentes Tipologias de Riscos Empresariais.....	50

3.2	As medidas dos riscos empresariais	58
3.2.1	Medidas não Contabilísticas.....	61
3.2.2	Análise de Sensibilidade.....	63
3.2.3	Value at Risk	64
3.3	A necessidade de informação sobre os riscos empresariais	65
3.3.1	Um novo ambiente de negócios	66
3.3.2	A insuficiência do relato financeiro	66
3.3.3	O Incremento do Uso de Instrumentos Financeiros e de Derivados	68
3.3.4	O colapso de empresas de grande dimensão	71
3.3.5	A Gestão do Risco e os Códigos de Governação Corporativa	73
3.3.5.1	A Gestão do Risco	73
3.3.5.2	Os Códigos de Governação Corporativa	78
3.3.5.3	A Gestão do Risco como componente dos Códigos de Governação Corporativa.....	86
3.3.6	A Regulação do Sector Financeiro	89
3.3.7	Síntese	90
3.4	A pertinência de divulgar os riscos	93
3.4.1	Vantagens na divulgação dos riscos	94
3.4.1.1	Vantagem para as empresas.....	94
3.4.1.2	Vantagem para o mercado em geral	97
3.4.2	Modelo de divulgação da informação para assegurar a sua utilidade	100
3.4.2.1	Características	102
3.4.2.2	Conteúdo e forma	104
3.5	A reduzida divulgação observada.....	106
3.5.1	Falta de evidência da existência de incentivos económicos	106
3.5.1.1	Dúvidas sobre o efeito no custo de capital	107
3.5.1.2	As divulgações do risco como mecanismo de melhorar a gestão do risco	112
3.5.2	Os efeitos negativos da divulgação	112
3.5.2.1	Custo de produção da informação	113
3.5.2.2	Informação proprietária.....	114
3.5.2.3	Litigância e perda de reputação	115
3.5.2.4	<i>Selffulfilling prophecy</i>	117
3.5.3	As características da informação sobre os riscos.....	117
3.6	Divulgação regulada e obrigatória dos riscos.....	120

3.6.1	As propostas de demonstrações autónomas.....	122
3.6.2	A divulgação dos riscos financeiros e dos riscos não financeiros.....	123
3.6.3	A capacidade informativa da informação em ambientes regulados	136
4	REVISÃO DE LITERATURA RELATIVA À DIVULGAÇÃO DOS RISCOS EMPRESARIAIS	139
4.1	Aproximações institucionais à divulgação de riscos.....	139
4.2	Trabalhos normativos e analíticos sobre divulgação de riscos.....	145
4.3	Trabalhos empíricos sobre divulgação de riscos	158
4.3.1	Em Relatórios Anuais de empresas não financeiras.....	158
4.3.2	Em Relatórios de Gestão de empresas financeiras	192
4.3.3	Em Prospetos.....	200
4.3.4	Síntese dos estudos empíricos relativos a empresas não financeiras.....	204
4.3.4.1	Amostra e recolha de informação.....	204
4.3.4.2	Características da divulgação	207
4.3.4.3	Determinantes da divulgação	210
	PARTE II - ANÁLISE DAS DIVULGAÇÕES DOS RISCOS EFETUADA PELAS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS DE PAÍSES DE INFLUÊNCIA CONTINENTAL DO ÍNDICE STOXX50 NOS ANOS DE 2007 e 2011	213
5	ENQUADRAMENTO METODOLÓGICO	215
5.1	Perspetivas metodológicas no âmbito da investigação em contabilidade	215
5.2	A investigação em divulgação narrativa.....	219
5.3	Questões metodológicas na investigação em divulgação	220
5.3.1	O documento a analisar	220
5.3.2	Processo de recolha da informação	222
5.3.3	Aspetos metodológicos no uso da análise de conteúdo.....	225
5.3.3.1	Fiabilidade.....	225
5.3.3.2	A unidade de análise.....	227
5.3.3.3	O instrumento de codificação.....	228
5.3.3.4	Regras de codificação.....	232
6	QUESTÕES DE INVESTIGAÇÃO, OBJETIVOS E HIPÓTESES.....	233
6.1	Questões de investigação.....	234
6.2	Objetivos	235
6.3	Hipóteses.....	235
6.3.1	Hipóteses relativas às características das divulgações	235
6.3.2	Hipóteses relativas à comparação das divulgações dos anos de 2007 e 2011	244

6.3.3	Hipótese relativas às determinantes da divulgação	245
7	METODOLOGIA	251
7.1	Amostra	251
7.2	Recolha de dados.....	252
7.2.1	Unidade de codificação e de análise.....	253
7.2.2	O instrumento de codificação.....	253
7.2.2.1	Tipo de divulgação	254
7.2.2.2	Tipologias de risco	257
7.2.2.3	Características Semânticas	259
7.2.3	Modelo da grelha de análise	264
7.2.4	Conteúdo Informativo	266
7.3	Codificação e fiabilidade.....	269
7.4	Variáveis independentes e modelo de regressão	270
8	RESULTADOS.....	272
8.1	Caracterização da amostra.....	275
8.1.1	Caracterização das divulgações totais e por tipologia de risco	276
8.1.2	Caracterização das divulgações por tipo de divulgação	277
8.1.3	Caracterização das divulgações por características semânticas	278
8.1.4	Caracterização das divulgações por conteúdos informativos	279
8.1.5	Caracterização das divulgações por locais	280
8.1.6	Caracterização das divulgações por países.....	281
8.1.7	Caracterização das divulgações por setores de atividade	281
8.1.8	Caracterização das divulgações por empresas cotadas e não cotadas nos EUA.....	282
8.2	Análise inferencial.....	282
8.2.1	Validações das hipóteses relativas ao objetivo de caracterização da forma como as divulgações são efetuadas	282
8.2.1.1	Tipologias de risco	282
8.2.1.2	Tipos de divulgação.....	284
8.2.1.3	Características semânticas das divulgações.....	288
8.2.1.4	Conteúdos Informativos	295
8.2.1.5	Locais do relatório anual	299
8.2.1.6	Divulgações por grupos de países	304
8.2.1.7	Divulgações por setores de atividade	306

8.2.1.8	Divulgações e cotação simultânea nos EUA	308
8.2.2	Validação das hipóteses relativas à comparação entre as divulgações dos anos de 2007 e de 2011	310
8.2.3	Validação das hipóteses relativas às determinantes da divulgação	318
9	DISCUSSÃO, CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E SUGESTÕES PARA INVESTIGAÇÕES FUTURAS.....	322
9.1	Discussão.....	322
9.1.1	Discussão dos resultados da caracterização da amostra	323
9.1.2	Discussão dos resultados relativos à caracterização da forma como as divulgações são efetuadas	323
9.1.3	Discussão dos resultados relativos à comparação entre as divulgações dos anos de 2007 e 2011	331
9.1.4	Discussão dos resultados relativos às determinantes das divulgações	333
9.1.5	Discussão dos resultados no âmbito da discussão global da divulgação dos riscos empresariais.....	337
9.2	Conclusões	341
9.3	Limitações e sugestões para investigações futuras.....	344
10	BIBLIOGRAFIA.....	345
	ANEXOS.....	367

Índice de Quadros

Quadro 1 – Diferentes classificações de risco	48
Quadro 2 – Conceito de risco utilizado por alguns autores	49
Quadro 3- Conceito de risco utilizado por alguns organismos.....	50
Quadro 4 - Fatores de Incertezas da Envolvente Geral	52
Quadro 5- Fatores de Incertezas Específicas da atividade e das Empresas.....	53
Quadro 6 - Riscos Financeiros	54
Quadro 7 – Riscos Não Financeiros	56
Quadro 8- Alguns indicadores de risco	63
Quadro 9 – Falências por práticas fraudulentas, irregularidades de grande impacto e respostas institucionais.....	73
Quadro 10 – Procura de informação sobre riscos empresariais nas décadas de 1980 e 1990	92
Quadro 11 – Principais vantagens na divulgação dos riscos empresariais	99
Quadro 12 – Limitações à divulgação dos riscos	117
Quadro 13- Algumas normas do IASB relacionadas com o risco	124
Quadro 14 - Requisitos de divulgação do risco em USA, IFRS e Alemanha	129
Quadro 15 – Divulgações dos riscos no âmbito da regulação	134
Quadro 16 – Amostras dos principais trabalhos revistos sobre empresas não financeiras.....	204
Quadro 17 – Recolha de informação nos trabalhos revistos sobre empresas não financeiras.....	205
Quadro 18 – Resumo das conclusões sobre as características da informação divulgada	209
Quadro 19- Resumo das conclusões das determinantes da divulgação dos riscos.....	212
Quadro 20 - Esquema de codificação para divulgações do risco de beretta e bozzolan	231
Quadro 21 - Tipos de divulgação	255
Quadro 22 - Tipologias de risco	258
Quadro 23 - Características semânticas.....	259
Quadro 24 - Locais do relatório anual.....	264
Quadro 25 - Grelha de codificação utilizada na análise de conteúdo.....	266
Quadro 26 - Grupos de divulgações de diferentes conteúdos informativos	268
Quadro 27 - Caracterização da amostra nas variáveis de dimensão, de rendibilidade e de risco.....	275
Quadro 28 - Caracterização das empresas da amostra	276
Quadro 29 - Caracterização das divulgações de tipologias de risco.....	277
Quadro 30 - Caracterização das divulgações totais e por tipos	278
Quadro 31 - Caracterização das divulgações por características semânticas	279
Quadro 32 - Caracterização das divulgações por conteúdos informativos.....	280
Quadro 33 - Caracterização das divulgações por locais.....	280
Quadro 34 - Caracterização das divulgações por países.....	281
Quadro 35 - Caracterização das divulgações por setores de atividade.....	281
Quadro 36 - Caracterização das divulgações por cotação simultânea nos EUA	282
Quadro 37 - Resultados referentes às divulgações de tipologias de risco no ano 2007	283
Quadro 38- Resultados referentes às divulgações de tipologias de risco no ano de 2011.....	283
Quadro 39 - Resultados referentes aos tipos de divulgação em 2007	285
Quadro 40 - Resultados referentes aos tipos de divulgação em 2011	286
Quadro 41 - Resultados referentes às divulgações quantificadas e não quantificadas em 2007	288

Quadro 42 - Resultados referentes às divulgações quantificadas e não quantificadas em 2011	289
Quadro 43 - Resultados referentes às divulgações com impacto positivo, negativo e neutro em 2007	290
Quadro 44 - Resultados referentes às divulgações com impacto positivo, negativo e neutro em 2011	291
Quadro 45 - Resultados referentes às divulgações sobre o futuro, sobre o passado e sem orientação temporal em 2007	293
Quadro 46 - Resultados referentes às divulgações sobre o futuro, sobre o passado e sem orientação temporal em 2011	294
Quadro 47 - Resultados referentes aos níveis de conteúdo informativo das divulgações em 2007	296
Quadro 48 - Resultados referentes aos níveis de conteúdo informativo das divulgações em 2011	297
Quadro 49 - Resultados referentes às divulgações por locais e tipologia de risco do relatório anual em 2007.....	300
Quadro 50 - Resultados referentes às divulgações por locais e tipologia de risco do relatório anual em 2011	301
Quadro 51 - Resultados referentes às divulgações por locais do relatório anual e tipo de divulgação em 2007.....	303
Quadro 52 - Resultados referentes às divulgações por locais do relatório anual e tipo de divulgação em 2011	304
Quadro 53 - Resultados referentes às divulgações por grupos de países em 2007.....	305
Quadro 54 - Resultados referentes às divulgações por grupos de países em 2011.....	306
Quadro 55 - Resultados referentes às divulgações por setores de atividade em 2007	307
Quadro 56 - Resultados referentes às divulgações por setores de atividade em 2011	307
Quadro 57 - Resultados referentes às divulgações por cotação simultânea nos EUA em 2007.....	308
Quadro 58 - Resultados referentes às divulgações por cotação simultânea nos EUA em 2011	308
Quadro 59 - Resumo dos resultados da validação das hipóteses relativas ao primeiro objetivo.....	309
Quadro 60 - Variação no número de divulgações totais e das tipologias de risco entre 2007 e 2011.....	310
Quadro 61 - Variação no número do tipo de divulgações entre 2007 e 2011	311
Quadro 62 - Variação no número de divulgações por características semânticas entre 2007 e 2011 – quantificação	312
Quadro 63 - Variação no número de divulgações por características semânticas entre 2007 e 2011 – impacto	313
Quadro 64 - Variação no número de divulgações por características semânticas entre 2007 e 2011 – orientação temporal.....	314
Quadro 65 - Variação no número de divulgações por conteúdos informativos entre 2007 e 2011	315
Quadro 66 - Variação no número de divulgações por locais entre 2007 e 2011	316
Quadro 67 - Resultado da validação das hipóteses relativas ao segundo objetivo	318
Quadro 68 - Modelos de regressão	319
Quadro 69 - Resultados da validação das hipóteses relativas ao terceiro objetivo	321

Índice de Figuras

Figura 1 - Exemplo de um exercício de hierarquização do risco	103
Figura 2- Forma de divulgação da informação sobre os riscos	136
Figura 3 - Quadro conceptual para a classificação e descrição da divulgação corporativa de beattie	229
Figura 4 - Esquema de codificação de beattie, mcinnes et al.	230
Figura 5 - Instrumento de codificação.....	254

Índice de Anexos

Anexo 1 - Empresas incluídas na amostra.....	369
Anexo 2 - Regras de decisão usadas na análise de conteúdo	370
Anexo 3 - Modelo de regressão para a variável drrt11	371
Anexo 4 - Modelo de regressão para a variável drfint11	374
Anexo 5 - Modelo de regressão para a variável drnfint11	377
Anexo 6 - Modelo de regressão para a variável drt11	380
Anexo 7 - Modelo de regressão para a variável dcft11	383

1 INTRODUÇÃO

1.1 Âmbito da investigação e relevância do tema

A divulgação de informação corporativa desempenha um papel determinante no funcionamento da economia, em especial em sistemas sociais e económicos alicerçados no funcionamento dos mercados de capitais onde as empresas, cuja propriedade está cada vez mais desligada da gestão, procuram financiamento para o desenvolvimento dos seus projetos.

Aos potenciais investidores coloca-se um problema de informação, que se traduz na necessidade aceder a informação relevante que lhes permita avaliar os projetos e aos atuais acionistas coloca-se um problema de agência, que resulta da necessidade de dispor de informação fiável que lhes permita avaliar se a gestão tem o desempenho adequado à garantia dos seus interesses (Healy e Palepu 2001).

O relevo que as empresas têm no funcionamento da sociedade e o controlo social das implicações da sua atividade legitimou o direito à informação por parte de um conjunto mais alargado de outras partes interessadas, para além dos acionistas atuais e potenciais investidores.

Definir que informação deve ser divulgada pelas empresas, saber se estas têm incentivos próprios à divulgação voluntária do nível e do tipo adequados de informação que satisfaça as necessidades dos utilizadores, se as externalidades envolvidas justificam a intervenção da regulação e que características da regulação melhor garantem essa informação é o objeto de um leque de áreas disciplinares que, sem a elas se limitarem, passam pela economia, pelo direito, pelas finanças e pela contabilidade.

O modelo de reporte de informação corporativa vigente integra duas vertentes, consubstanciadas uma, em relatórios previstos nos regulamentos das bolsas de valores com o objetivo de assegurar a proteção dos investidores e outra, na informação contabilística elaborada segundo normas internacionais de contabilidade emanadas de órgãos reguladores, ambos com requisitos de eficácia legal previstos na legislação comercial dos países.

A informação contabilística, predominantemente histórica, é expressa em demonstrações financeiras com base em critérios objetivos de reconhecimento e de medida e, adicionalmente, no anexo às demonstrações financeiras sobre aspetos complementares ao abrigo de um paradigma vigente que, expressamente, visa assegurar a utilidade de informação para a tomada de decisão

pelos utilizadores. A elaboração de um relatório adicional elaborado pela gestão, contextualizando as demonstrações financeiras, visa a produção de informação complementar relativa a outras circunstâncias, para além das que verificam os critérios de reconhecimento e medida, que possibilitem aos utilizadores melhorar a capacidade de aceder ao valor das empresas.

As alterações que se produziram nas últimas décadas nas características do ambiente de negócios, pautadas pela globalização e por acelerada evolução científica e tecnológica, colocaram novas necessidades de informação que o modelo contabilístico tradicional tem dificuldade em assegurar (ICAEW 2011). Passaram a ter maior relevo um conjunto de ativos intangíveis das empresas, como o conhecimento e o capital humano que, por não verificarem os critérios de reconhecimento e medida previstos nas normas, não constam das demonstrações financeiras (Canibano, Garcia-Ayuso et al. 2000), passou a ser importante conhecer um conjunto de informações relativas ao impacto social da atividade empresarial e a maior turbulência económica, derivada da rápida evolução tecnológica e da globalização, veio determinar maiores níveis de imprevisibilidade, de risco e de incerteza.

Para colmatar as lacunas apontadas à informação contabilística tradicional têm sido formuladas várias propostas (ICAEW 2009) mais abrangentes, todas elas identificando os riscos e incertezas como um elemento a integrar nos novos modelos de reporte.

A necessidade de as empresas divulgarem os riscos, reforçada pelo novo ambiente de negócios antes referido, localiza-se, conceptualmente, na necessidade de satisfazer de forma adequada as necessidades de informação dos potenciais investidores, acionistas atuais e restantes *stakeholders*. Sendo a rendibilidade e o risco as duas variáveis fundamentais nas decisões de investimento e estando o modelo contabilístico atual mais focado na rendibilidade, dificilmente os utilizadores da informação poderão ter as suas necessidades satisfeitas se o modelo contabilístico não for complementado com informação específica sobre os riscos (Cea García 1992).

O reconhecimento desta realidade e a necessidade de uma maior transparência destinada a prevenir fraudes no mercado de capitais (vulgarmente designadas de escândalos financeiros) levou a que, nas últimas décadas, se tenha assistido a um apelo, tanto da parte da comunidade académica como de organismos reguladores e profissionais, para uma maior e melhor divulgação dos riscos empresariais.

Sendo o risco difícil de definir e de quantificar e envolvendo preferencialmente informação prospectiva, para além da histórica, a desejável divulgação dos riscos empresariais coloca algumas questões práticas sobre as quais o debate permanece em aberto.

As empresas não estão todas sujeitas aos mesmos riscos, o que torna difícil padronizar um modelo obrigatório de divulgação, a quantificação é mais acessível em alguns tipos de risco do que noutros, a possibilidade de as empresas poderem fragilizar as suas posições competitivas ao divulgar informação com sensibilidade comercial, os receios dos gestores de serem sujeitos a litigância por divulgarem informação que não se vem a confirmar, a própria natureza da informação prospectiva que impossibilita a sua verificação *a priori* e os diferentes tipos de informação que estão envolvidos são, entre outros, aspetos que dificultam a imposição de um modelo rígido de divulgação e comprometem a pretendida eficácia.

A opção tem sido por um regime mais baseado em normas específicas para os riscos financeiros e mais baseado em princípios gerais para os riscos não financeiros, mas a evidência empírica tem assinalado divergências significativas entre a prática e aquilo que se assume ser a informação necessária para os utilizadores.

Sendo um tema de estudo relativamente recente, carece de aprofundamento de investigação que, aliás, tem sido objeto de apelo recorrente por parte da comunidade académica.

O presente trabalho é, pois, uma resposta a esse apelo e pretende ser um contributo para o aprofundamento do conhecimento da divulgação dos riscos empresariais que possa vir a ser útil na definição de melhores práticas de divulgação.

Uma vez que grande parte dos trabalhos existentes incide sobre empresas de um só país e também de países de origem anglo-saxónica, pretende-se contribuir com o estudo de empresas de grande dimensão todas de cultura de origem continental.

1.2 Questões de investigação e objetivos

Para além do apelo à continuação da análise à forma como as divulgações dos riscos são efetuadas a recente crise financeira internacional veio provocar um ambiente de risco acrescido o que, uma vez mais, desencadeou uma maior sensibilidade à divulgação dos riscos por parte dos reguladores.

Por outro lado, sendo a dimensão das empresas normalmente indicada como significativamente associada às escolhas contabilísticas e de divulgação, a observação de um conjunto de empresas

de grande dimensão (*blue-chip*) pode permitir verificar se, neste contexto, se mantêm válidas as tendências gerais observadas, quer ao nível da quantidade e forma como as divulgações dos riscos são efetuadas, quer quanto às determinantes da divulgação.

As questões de investigação colocam-se da seguinte forma:

- a. Tendo em consideração que há diferentes tipologias de risco, diferentes tipos de divulgações relacionadas com os riscos, que as divulgações podem ser efetuadas com diferentes características semânticas e em diferentes locais nos relatórios anuais das empresas, quais as características das divulgações relacionadas com os riscos?
- b. Dado que a crise financeira internacional, desencadeada em 2007, incrementou o ambiente de risco empresarial a nível mundial e que a informação sobre os riscos empresariais tem vindo a ser progressivamente requerida como componente do reporte financeiro, será que, entre 2007 e 2011, se registaram diferenças na quantidade e forma como as divulgações relacionadas com os riscos são efetuadas?
- c. Será que um conjunto de características das empresas explica a quantidade das divulgações relacionadas com o risco?

O estudo consiste na análise das divulgações relacionadas com o risco, incertezas e oportunidades realizadas por um conjunto de empresas europeias não financeiras de grande dimensão, de sistema legal continental, com os seguintes objetivos:

1. Caracterizar as divulgações de acordo com a tipologia de risco, o tipo de divulgação, as características semânticas e os locais do relatório anual onde são efetuadas;
2. Comparar a quantidade e a forma das divulgações efetuadas no ano de 2007 e no ano de 2011.
3. Encontrar um conjunto de características das empresas que expliquem a quantidade de divulgações efetuadas.

1.3 Metodologia

A informação sobre as divulgações relacionadas com os riscos empresariais foi obtida por análise de conteúdo manual aos relatórios anuais, dos anos de 2007 e de 2011, das empresas não financeiras, de cultura de origem continental pertencentes ao índice STOXX 50 em Fevereiro de 2013.

A análise de conteúdo foi efetuada segundo uma grelha de análise que identifica as várias tipologias de risco, os diferentes tipos de divulgação relacionados com o risco, as várias características semânticas das divulgações e os diferentes locais dos relatórios onde a informação foi recolhida. Para melhor avaliar o conteúdo informativo da informação desenvolveu-se um instrumento próprio que consiste na classificação das divulgações em quatro grupos de diferente conteúdo informativo, criados a partir da combinação das diferentes características semânticas.

Os dados das empresas que constituem as métricas das grandezas cuja capacidade explicativa do número de divulgações se pretende testar foram obtidos da base de dados *Datastream*.

Os dados foram tratados por recurso a estatística descritiva e inferencial com vista, respetivamente, à análise exploratória dos dados e à validação das hipóteses formuladas, que se efetuou aplicando os testes de comparações de médias considerados adequados e análise correlacional multivariada.

1.4 Estrutura

Para além da presente capítulo de introdução onde são referidos o âmbito do trabalho e a relevância do tema, as questões de investigação e os objetivos e onde, resumidamente, se apresenta a metodologia utilizada, o trabalho está organizado em duas partes, contendo vários capítulos com os seguintes conteúdos:

Parte I – Enquadramento Teórico

- Capítulo 2, onde são abordadas as questões relativas à temática mais geral da divulgação de informação corporativa, designadamente a necessidade de informação sobre as empresas, as teorias justificativas da divulgação voluntária, a problemática da regulação e a necessidade de informação adicional à prevista nas normas de contabilidade;

- Capítulo 3, onde são abordadas as questões específicas relativas à divulgação dos riscos empresariais, designadamente, o seu conceito e a problemática da sua mensuração, a necessidade de informação sobre os riscos empresariais e a pertinência de a divulgar, a reduzida divulgação observada e as questões relativas à sua divulgação regulada e obrigatória;
- Capítulo 4, que é constituído pela revisão dos trabalhos analíticos e empíricos sobre a divulgação dos riscos empresariais;

Parte II – Análise das Divulgações dos Riscos Efetuadas pelas Empresas não Financeiras de Países de Influência Continental do Índice STOXX 50 nos Anos de 2007 e 2011;

- Capítulo 5, onde se efetua o enquadramento metodológico geral do trabalho referindo-se as perspetivas metodológicas da investigação em divulgação no âmbito da contabilidade, as relativas à investigação em divulgação narrativa e as questões metodológicas que se colocam no âmbito da investigação em divulgação;
- Capítulo 6, onde são apresentadas as questões de investigação, definidos os objetivos e formuladas as respetivas hipóteses;
- Capítulo 7, onde se apresenta a metodologia seguida, designadamente a definição da amostra, o processo de recolha dos dados, os procedimentos de codificação e salvaguarda de fiabilidade dos dados e a mensuração das variáveis independentes que integram o modelo de regressão linear;
- Capítulo 8, onde são apresentados os resultados relativos à caracterização da amostra e à análise inferencial;
- Capítulo 9, onde se procede à discussão dos resultados relativos aos diferentes objetivos e no contexto do debate sobre a divulgação dos riscos empresariais e onde são apresentadas as conclusões, as limitações e equacionadas pistas para futuras investigações.

PARTE I - ENQUADRAMENTO TEÓRICO

2 A DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO CORPORATIVA

2.1 A necessidade de informação sobre as empresas

A informação fornecida pelas organizações, dirigida a utilizadores externos, tem sido objeto de análise abundante por parte de académicos, profissionais e instituições. Parte dessa informação é fornecida de acordo com os requisitos determinados pelos reguladores, como é o caso da informação financeira e contabilística, nos termos das normas de contabilidade emitidas pelos órgãos competentes ou os relatórios requeridos pelos reguladores dos mercados de capitais e por legislação comercial. Outra informação é disponibilizada, adicionalmente, de forma voluntária pelas empresas nos relatórios de gestão, em *conference calls*, *press releases*, relatórios com fins específicos, reuniões formais e informais com analistas financeiros ou nos “sítios” de internet (Gray, Meek et al. 1995; Healy e Palepu 2001).

A informação contabilística requerida pelas normas de contabilidade integra as demonstrações financeiras tradicionais (demonstração dos resultados, balanço e demonstração dos fluxos de caixa), caso verifique os requisitos de reconhecimento e mensuração, ou é divulgada nas notas às demonstrações financeiras, quando não verifique os referidos critérios (Schipper 2007). Para além desta informação contabilística, as empresas divulgam, de forma narrativa, outra informação nos relatórios de gestão que, normalmente, acompanham as demonstrações financeiras, sendo algumas componentes desse relatório requeridas ou recomendadas pelos órgãos reguladores dos mercados (como é o caso de *Management Discussion e Analysis* – MD&A, nos Estados Unidos da América e no Canadá, o *Business Review* – BR, no Reino Unido e, mais recentemente, o *Management Commentary*- MC do IASB) e outras meramente voluntárias. A divulgação narrativa que acompanha as demonstrações financeiras, que se tem constituído num meio importante de reporte corporativo, tem como objetivo contextualizar e complementar a informação contabilística constante das demonstrações financeiras e alguma literatura documenta que o seu conteúdo afeta o julgamento dos investidores (Clatworthy e Jones 2003).

Saber o que justifica a divulgação voluntária e analisar o papel e os limites da regulação têm sido dois grandes temas de análise e investigação nos domínios da economia, das finanças e da contabilidade. Não obstante, parece não haver uma teoria unificada sobre o fenómeno da divulgação corporativa (Verrecchia 2001; Rajab e Handley-Schachler 2009).

Uma vez que, atualmente, o funcionamento de uma parte substancial das economias assenta no funcionamento dos mercados de capitais, existe um considerável número de trabalhos que analisam as determinantes da divulgação no âmbito desses mercados, nos quais as empresas procuram as fontes de financiamento para os seus projetos junto de potenciais investidores e outros credores (Dye 2001; Healy e Palepu 2001; Verrecchia 2001; Beyer, Cohen et al. 2010).

2.1.1 Assimetrias de informação entre gestores e potenciais investidores

Os intervenientes no mercado de capitais, empresas e investidores, não detêm o mesmo tipo de informação sobre a qualidade das empresas. As assimetrias de informação entre os participantes nos mercados (problema de informação) poderiam, no limite, levar ao colapso do mercado de capitais por via do mecanismo da seleção adversa, também conhecido pelo problema do “*Market for Lemons*”.

O fenómeno de seleção adversa, equacionado por Akerlof (1970), é exemplificado, em síntese, por um vendedor de viaturas usadas que tem para venda viaturas em boas condições (*grapes*) e viaturas em más condições (*lemons*) e que tem informação privilegiada sobre a sua qualidade. Se o vendedor não divulga essa informação, o comprador, que não sabe distinguir as viaturas em boas condições das que estão em más condições, apenas estará na disposição de pagar por uma viatura usada um preço médio entre o valor de uma viatura boa e valor de uma viatura má. Por esse preço, o vendedor apenas estará na disposição de vender uma viatura de valor que se situe entre as de mais baixo valor e as de valor médio. A consequência será que, na ausência de informação, apenas haverá mercado para “*lemons*”, pois as viaturas de qualidade acima da média não se vendem. Este é o primeiro nível de seleção adversa.

Porém, o comprador, antecipando o comportamento do vendedor no primeiro nível de seleção adversa, irá rever o seu preço inicial, pois, se só as viaturas de qualidade média/baixa (*lemons*) saem para o mercado, só estará na disposição de pagar um preço médio entre as de má qualidade e as de qualidade média. Com este comportamento do comprador, o vendedor retirará mais carros do mercado. Prolongando a repetição até ao infinito, na ausência de informação, chega-se a uma situação de colapso total do mercado. Este é o segundo nível de seleção adversa.

O resultado final é que, numa situação de assimetrias de informação no mercado e para evitar a seleção adversa, se geram incentivos para que os vendedores revelem voluntariamente alguma da informação que possuem, informação que terá de ser verdadeira e credível.

Uma das consequências do princípio da seleção adversa aplicado ao mercado de capitais é que, na presença de determinadas condições, não será possível ocultar informação pois, direta ou indiretamente, toda a informação é revelada (Grossman e Hart 1980; Grossman 1981; Milgrom 1981; Milgrom e Roberts 1986). Na ausência de informação, os investidores, que racionalmente inferem que se não há divulgação de informação é porque essa informação levaria a desvalorizar as empresas, não conseguem distinguir as boas das más empresas oferecendo por elas o preço médio de todas, pelo que as empresas com valor superior à média farão a divulgação voluntária de toda a sua informação.

Sucessivamente, o processo é repetido para as empresas que, em cada ciclo, não divulgaram informação, levando a que todas as empresas, com exceção das piores, façam a divulgação voluntária da sua informação. Os potenciais investidores vão, assim, adivinhar que as empresas que não divulgam, ou apenas divulgam os mínimos, têm informação desfavorável, logo a decisão de não revelar é ineficaz levando à situação de que toda a informação é revelada, ainda que por via indireta. É o princípio da revelação total (*unraveling result*) no qual se assume que, verificados certos pressupostos, as empresas têm incentivos a, voluntariamente, divulgar toda a informação para garantir que se faça uma valoração adequada dos seus títulos (Trombeta 2002; Leuz e Wysocki 2008; Bushman e Landsman 2010).

2.1.2 Relações de agência entre gestores e acionistas

Existe um problema de agência sempre que diferentes partes, dispostas a colaborar, têm diferentes objetivos e diferentes intervenções na divisão das tarefas, sendo essa situação particularmente evidente quando uma das partes (o principal) delega tarefas noutra parte (o agente) estabelecendo-se entre elas uma relação possível de tipificar por um contrato (Jensen e Meckling 1976). O contrato deverá resolver os problemas resultantes da não coincidência de objetivos entre principal e agente, sendo difícil e oneroso para o principal verificar a ação do agente, e da partilha de risco (*risk-sharing*) entre ambos, resultante da possibilidade de terem diferentes atitudes face ao risco que determinam diferentes ações, na presunção de que as partes

têm comportamentos racionais, agem na defesa dos seus interesses particulares e são avessas ao risco e, ainda, de que a informação é um bem transacionável cuja aquisição implica um custo.

A separação entre a propriedade e a gestão, que caracteriza uma significativa parte das grandes empresas nas economias de hoje, fornece incentivos aos gestores para que, agindo em defesa do seu interesse, possam tomar decisões que levem à expropriação dos recursos investidos pelos acionistas (Healy e Palepu 2001).

A limitação das consequências que decorrem do problema de agência – os custos de agência – pode ser feita através de dois tipos de mecanismos disciplinadores, uns que resultam de aspetos exteriores às empresas – mecanismos disciplinadores externos – e outros que podem ser condicionados internamente – mecanismos disciplinadores internos - num conjunto de soluções, umas resultantes do funcionamento do mercado, outras decorrentes da regulação que, no seu conjunto, constituem o sistema de governo corporativo (*corporate governance*).

Em todo o caso, a informação desempenha um papel relevante no estabelecimento de contratos adequados entre principal e agente ao permitir aos acionistas aferir o cumprimento contratual e avaliar se os gestores geriram as empresas na defesa dos seus interesses (Healy e Palepu 2001).

2.1.2.1 A informação corporativa como mecanismo de solução dos problemas de informação e de agência

A existência de assimetrias de informação entre empresas e potenciais investidores, por um lado, e entre as empresas e os atuais acionistas, por outro, determina, respetivamente, problemas de “informação” (Akerlof 1970) e de “agência” (Jensen e Meckling 1976), desempenhando a informação corporativa um papel vital na sua resolução (Healy e Palepu 2001).

No primeiro caso, a informação corporativa torna-se imprescindível para que potenciais investidores possam efetuar as suas análises sobre o valor das empresas, no segundo é determinante para que os atuais acionistas, que não gerem as empresas, possam avaliar o desempenho dos gestores e assegurar a integridade do capital investido (Gray, Meek et al. 1995; Healy e Palepu 2001; Beyer, Cohen et al. 2010).

Trata-se dos dois principais papéis da informação corporativa, um *ex-post*, de controlo (*stewardship*) e outro *ex-ante*, de valoração (*valuation*), que têm estado presentes no debate sobre os objetivos da própria contabilidade, uma vez que o tipo de informação adequado a um dos

objetivos não é necessariamente o mesmo que se tem como adequado ao outro, sobretudo porque o valor da empresa, num dado momento, depende não só do desempenho do gestor, mas também de circunstâncias externas alheias ao seu desempenho (Gjesdal 1981; Mahoney 1995), levando à necessidade de compatibilizar a fiabilidade (*reliability*) e a relevância (*relevance*), duas das características fundamentais da informação financeira (IASB 2001; FASB 2010).

No âmbito do funcionamento dos mercados, a informação corporativa é, assim, justificada pela necessidade reduzir as assimetrias de informação (Verrecchia 2001) entre os gestores e os financiadores (atuais ou potenciais).

No entanto, a verificação de determinadas circunstâncias nas quais a divulgação de informação possa não ser benéfica para as empresas (custos da divulgação) e a não observância de algum dos pressupostos do princípio da revelação total pode conduzir a que os gestores não divulguem voluntariamente toda a informação de que dispõem (Beyer, Cohen et al. 2010).

2.1.2.2 Os custos da divulgação

A divulgação pode, em alguns casos, apresentar desvantagens para as empresas o que, na literatura, é geralmente designado por custos da divulgação (Verrecchia 2001).

Custos diretos da divulgação são os relacionados com a sua preparação, certificação e disseminação. Considerando que uma parte significativa é de natureza fixa, é fácil intuir que este tipo de custos é mais penalizador para as empresas de menor dimensão.

Como principal custo indireto da divulgação é apresentada a informação proprietária a qual, ao ser divulgada, pode originar danos na empresa que divulga, por disponibilizar dados aos concorrentes que lhes permitam aumentar a sua capacidade competitiva, como, por exemplo, a existência de relações de financiamento bancário especiais que obriguem a fluxos de informação específica com as entidades financiadoras e que não haveria interesse em divulgar de forma generalizada (Leuz e Oberholzer-Gee 2006; Leuz e Wysocki 2008).

No entanto, podem ser identificadas situações em que exista divulgação de informação proprietária sem que isso constitua uma desvantagem, como no caso de empresas dominantes no mercado que podem fazer divulgação de informação proprietária para inibir a entrada de novos concorrentes e das empresas que divulgam informação sobre as quotas de mercado no sentido de evitar excesso de oferta. O argumento de que divulgação proprietária é uma desvantagem para as

empresas em termos absolutos, que poderá funcionar como um atenuador da divulgação voluntária, é controverso e pode estar mais dependente do tipo de ameaça específica em cada circunstância (Leuz e Wysocki 2008).

Uma outra circunstância que pode inibir as empresas de divulgar é o receio de possível litigância por parte de entidades que tenham tomado decisões com base em informação que venha a revelar-se errada, em particular no caso de informação prospectiva.

2.1.2.3 Estratégias de divulgação voluntária parcial

O princípio da revelação total não explica as práticas de divulgação observáveis (Beyer, Cohen et al. 2010). Antes, ao identificar as condições nas quais a divulgação total se poderia observar, o princípio da revelação total, mais do que prescrever que as empresas divulgam toda a sua informação particular, tem o mérito de permitir localizar os fatores que condicionam a divulgação de informação pelas empresas que decorrem da não observância de alguma ou algumas das condições enumeradas e, assim, possibilitar compreender e prever as possíveis estratégias de comunicação.

Embora a literatura (Verrecchia 2001; Trombetta 2002) identifique três condições principais em que assenta a revelação total, designadamente a inexistência de custos de divulgação, a garantia de que a divulgação total efetuada é verídica (Grossman e Hart 1980; Grossman 1981; Milgrom 1981; Milgrom e Roberts 1986) e que os gestores (empresas) têm um objetivo claro para a divulgação, que é a maximização do seu valor de mercado a curto prazo, Beyer, Cohen et al. (2010) enunciam seis condições a observar para garantir a divulgação voluntária de toda a informação:

- i) A divulgação não tem custos associados ou, tendo, são negligenciáveis;

Os custos associados à divulgação, já anteriormente referidos, são os custos de produção da informação, a existência de informação proprietária e o receio da litigância. Existindo um ou vários destes custos, as empresas só divulgarão informação que possa ser manifestamente favorável, ou seja, que possa revelar, ou um maior valor dos ativos ou um menor risco, quando tiverem a expectativa de que o efeito líquido da comparação dos benefícios com os custos da divulgação é positivo.

Se, no caso dos custos de produção da informação, existe possibilidade de quantificar objetivamente o custo e compará-lo com os benefícios da divulgação, já no caso da informação proprietária tal não se torna viável. Neste caso, tanto a divulgação como a não divulgação, sabendo os investidores que a informação existe, têm capacidade informativa, pelo que não existe um consenso sobre as estratégias de divulgação das empresas face à existência de informação proprietária, dependendo essas estratégias da forma com os destinatários da informação reagem à divulgação ou à não divulgação (Verrecchia 2001; Beyer, Cohen et al. 2010). Contudo, caso o objetivo dos gestores seja maximizar o valor das ações no mercado e existam custos associados à divulgação, os gestores divulgarão as boas notícias e omitirão as más, não obstante os investidores presumirem que as notícias não divulgadas são menos favoráveis (Verrecchia 2001).

- ii) Os investidores sabem que as empresas têm, efetivamente, informação para divulgar;
Caso não fosse do seu conhecimento, não fariam distinção entre as empresas com informação para divulgar daquelas que não a têm e, como tal, as empresas com más notícias poderiam sonegar informação, o que conduz à não verificação da revelação total.
- iii) Todos os investidores interpretam a divulgação da mesma forma e as empresas sabem como os investidores a interpretam;
A terceira condição pressupõe que todos os investidores interpretam a informação da mesma forma e que as empresas conhecem essa forma, o que pode não acontecer se os investidores possuírem informação que as empresas desconhecem. Uma vez que o que motiva as empresas a divulgar, mais do que a sua própria avaliação do conteúdo da informação, é a forma como admitem que a informação vai ser interpretada, o desconhecimento dessa forma pode levar a divulgação parcial. Igualmente, caso os investidores tenham diferentes níveis de sofisticação, as empresas poderão ser levadas a adaptar a sua estratégia de divulgação em função dos diferentes tipos de investidores.
- iv) Os gestores têm como objetivo maximizar o valor das ações das empresas;

A quarta condição assume que as empresas têm um objetivo claro para a divulgação e que esse objetivo é a maximização do valor das ações o que pode não se verificar em várias situações, como a existência de custos de divulgação em que a empresa pode ter, simultaneamente, interesse em divulgar determinada informação para uma audiência e evitá-la para outra audiência (acionistas e concorrentes) ou situações em que a maximização do valor das ações não seja o objetivo. Não havendo, portanto, um objetivo claro para a divulgação poderiam ocorrer estratégias de divulgação parciais.

v) As empresas divulgam informação verídica;

A credibilidade da divulgação pode ser aumentada por recurso a intermediários de informação como os auditores ou agências de “*rating*” (Healy e Palepu 2001). Embora esta premissa seja justificada pelo receio dos gestores se exporem a possível litigância por divulgarem informação não verídica e por eventual perda de credibilidade, há situações de divulgação em que se torna mais difícil por em causa a credibilidade do gestor, como é o caso da divulgação de informação prospetiva, não confirmável *ex-ante* (Verrecchia 2001).

A análise das consequências de a informação poder não ser verdadeira tem sido analisada no âmbito da teoria dos jogos, em particular em modelos de “*Cheap-talk*”, em que se assume não haver consequências para a divulgação de informação não verdadeira, como é o caso da informação prospetiva, em que é impossível aos destinatários da informação avaliar a sua veracidade. Nestas situações, uma vez que é indiferente às empresas divulgarem ou não, a divulgação não tem valor informativo. Contudo, em jogos repetidos, porque a divulgação pode ser comparada com os resultados reais (Healy e Palepu 2001) a informação tende a ser verdadeira devido a incentivos reputacionais por parte dos gestores (Stocken 2000).

vi) As empresas não se podem comprometer com uma determinada política de divulgação antes de terem acesso a informação privada.

A sexta premissa da revelação total é de que as empresas não se podem comprometer *ex-ante* com uma determinada política de divulgação o que, no entanto, pode afetar as oportunidades de partilha de risco (*risk-sharing*).

Uma vez que a informação corporativa é essencial à diminuição das assimetrias de informação para resolver os problemas de informação e de agência que podem impedir o bom funcionamento dos mercados (Healy e Palepu 2001; Nielsen 2004; Beyer, Cohen et al. 2010) e uma vez que é possível aos gestores não divulgarem voluntariamente toda a informação de que dispõem, a literatura sobre divulgação tem procurado identificar os mecanismos que podem assegurar a disponibilização dos níveis adequados de informação pelas empresas.

Entre esses mecanismos consta a regulação (Healy e Palepu 2001) e a existência de intermediários de informação, como os analistas financeiros, fornecedores alternativos de informação sobre as empresas (Nielsen 2004).

2.2 Teorias justificativas da divulgação voluntária

A análise dos incentivos à divulgação voluntária, para além de se enquadrar no âmbito do funcionamento dos mercados, tem sido, adicionalmente, efetuada através de um conjunto de outras teorias que se propõem explicar o fenómeno as quais, sinteticamente, se apresentam no presente trabalho, na medida em que permitem alargar o enquadramento à temática mais específica da divulgação dos riscos empresariais.

2.2.1 Teoria da Agência

A teoria da agência foca-se nas questões decorrentes da separação entre a propriedade (principal - acionista) e o controlo (agente - gestor) das empresas, estendendo-se também às questões relativas às relações que se estabelecem entre diferentes tipos de provedores de fundos (acionistas e financiadores) bem como às relativas à separação entre as entidades que suportam o risco e as que decidem e controlam as empresas (Morris 1987).

Os princípios da teorização sobre as relações de agência foram equacionados na sequência da crise bolsista americana de 1929, por Berle e Means (1932), com um foco principal nas relações que se estabelecem entre proprietários e gestores das grandes empresas cotadas tentando analisar as situações de conflitualidade de interesses e descrever os mecanismos apropriados à limitação dos comportamentos oportunistas dos gestores.

Coase (1937) e Jensen e Meckling (1976), que exploraram em particular a estrutura de capital das empresas e os efeitos da participação dos gestores no capital, Fama (1980), que analisou os efeitos dos mecanismos de informação proporcionados pela teoria dos mercados eficientes e pelo

mercado de trabalho e Fama e Jensen (1983), que analisaram o papel dos conselhos de administração (*board of directors*), complementaram os fundamentos da teoria da agência, que assume a empresa como uma rede de relações contratuais entre a propriedade e a gestão.

Morris (1987) identifica sete pressupostos subjacentes à teoria da agência, designadamente:

- i) Os participantes no mercado tendem a maximizar os seus próprios interesses;
- ii) As empresas funcionam em dois momentos, um primeiro em que as decisões são tomadas e um segundo em que os seus efeitos são conhecidos;
- iii) As empresas financiam-se com capitais próprios e com empréstimos;
- iv) Existe separação entre os fornecedores de capital (acionistas e financiadores) e a gestão;
- v) Os gestores detêm uma parte do capital próprio;
- vi) Os gestores são remunerados por meio de um salário, por privilégios (*perquisites*) e pelo retorno da sua participação no capital;
- vii) A monitorização e o “alinhamento” (*bonding*) são possíveis a um custo compatível com o valor da empresa.

A existência dos conflitos de agência, seja entre principal e agente (Jensen e Meckling 1976) ou entre os diferentes tipos de financiadores- acionistas e credores – (Smith Jr e Warner 1979) implica custos de agência que os intervenientes procuram minimizar.

No primeiro caso, esses custos de agência referem-se a custos relacionados com os detentores do capital (*equity agency costs*) consubstanciados na perda de valor da empresa pela possível ação ineficiente do gestor, contrária aos interesses dos acionistas, atribuindo-se privilégios (*perquisites*) excessivos ou optando por investimentos de reduzida rendibilidade, bem como na existência de custos de monitorização e de “alinhamento” (*bonding*) destinados a assegurar comportamentos dos gestores adequados aos interesses dos acionistas.

No segundo caso, os custos de agência relacionam-se com a possibilidade de pagamento de dividendos excessivos aos acionistas, a emissão de dívida privilegiada, os custos de possível falência e os de reorganização, em prejuízo dos interesses dos outros financiadores, bem como, também neste caso, custos de monitorização de “alinhamento” (Morris 1987).

Os instrumentos de monitorização e “alinhamento” (*bonding*) incluem a divulgação de informação, relatórios contabilísticos, cláusulas contratuais restritivas (*covenants*) nos contratos de financiamento e a estipulação de planos de bónus aos gestores indexados aos resultados.

Jensen (1983) identifica dois ramos de desenvolvimento da teoria da agência, designadamente na perspetiva positivista e na perspetiva do “principal-agente”. Eisenhardt (1989) descreve a perspetiva “principal-agente” como de âmbito mais geral suscetível de ser aplicada num conjunto mais generalizado de situações de formulação mais abstrata e mais sustentada matematicamente, enquanto a perspetiva positivista se foca quase exclusivamente no caso especial da relação entre gestor e proprietário.

A teoria da agência, na perspetiva positivista, procura identificar os mecanismos que melhor resolvem os problemas de agência, em especial os contratos com retribuição em função dos resultados e os sistemas de informação como mecanismos para alinhar os interesses dos gestores e acionistas (Eisenhardt 1989).

Uma vez que os acionistas tendem a desenvolver as referidas atividades de monitorização e “alinhamento” (*bonding*), os gestores têm incentivos a, por via da divulgação de informação, tentarem convencer os acionistas da adequabilidade da sua ação, pelo que a teoria da agência pode explicar as razões que levam os gestores a divulgar informação voluntariamente (Watson, Shrives et al. 2002), reduzindo as assimetrias de informação e, assim, reduzindo também os custos de agência (Maingot, Quon et al. 2009).

2.2.2 Teoria da Sinalização

Formulada no início da década de 1970 como uma tentativa de ultrapassar as limitações da teoria clássica, em especial a hipótese da concorrência perfeita (Bini, Giunta et al. 2010), é uma teoria importada da biologia, domínio onde se admite que determinadas características (os sinais) dos animais evoluíram porque mudaram o comportamento dos recetores de forma que só saíram beneficiados os emissores.

Na aplicação à economia, a teoria parte da premissa da existência de assimetrias de informação entre um emissor (agente) e um recetor (principal). As assimetrias de informação podem ser ultrapassadas desde que o agente envie um sinal que possa revelar alguma informação relevante

para o principal, que interpretará o sinal e ajustará o seu comportamento em conformidade (Spence 1973; 2000).

Resultam daí algumas questões que as partes devem então resolver, designadamente, qual o custo de produção do sinal pelo agente, até que ponto pode o principal confiar de que o sinal é uma declaração de informação honesta e, admitindo que há equilíbrio de sinalização (o agente emite sinais honestos e o principal confia na informação) qual é o ponto de rutura desse equilíbrio.

Para além de o próprio ato de fazer relato voluntário ser, em si, um sinal que transmitiria a ideia de uma empresa que pretende ter uma boa relação com os seus diferentes grupos de interesse (*stakeholders*), as empresas com características superiores às outras deverão sinalizar, de forma válida e eficaz, quais as suas características distintivas que não podem ser imitadas pelas más empresas, de modo que os recetores do sinal as possam distinguir.

Numa economia em que as empresas procuram o seu financiamento nos mercados de capitais, os investidores precisam de informação sobre as empresas para poderem fundamentar as suas decisões de investimento e, por isso, os gestores das empresas com melhores características, designadamente as mais rentáveis, têm incentivos naturais a sinalizar o mercado com informação que transmita essas características superiores (Verrecchia 2001).

Neste pressuposto a teoria da sinalização prescreve que as empresas com melhor rendibilidade tenderão a divulgar mais informação ao mercado sobre a sua rendibilidade enquanto as possuidoras de menores desempenhos tendem a camuflar a sua divulgação apresentando indicadores sem interesse (Bini, Giunta et al. 2010).

Existe uma grande semelhança e complementaridade entre a teorias da sinalização e da agência, dificilmente podendo ser concorrentes (Morris 1987). Relativamente às escolhas de relato financeiro, as empresas com qualidade superior, tenderão a adotar políticas contabilísticas e de divulgação que possam sinalizar essa qualidade.

A sinalização, quer das superiores características da empresa, quer do talento dos gestores, seria, portanto, um incentivo ao relato voluntário.

2.2.3 Teoria Positiva da Contabilidade

A teoria positiva da contabilidade (Watts e Zimmerman 1978) procura explicar as opções que os gestores fazem na escolha dos métodos contabilísticos e na divulgação de informação corporativa

(*accounting choice*) que possam, também, explicar a determinação das normas de contabilidade e as pressões políticas que se exercem no processo da sua concepção.

Os gestores são vistos como fundamentais nas escolhas contabilísticas. “*Management, we believe, plays a central role in the determination of Standards*” (Watts e Zimmerman 1978, Pag. 113), pelo que se torna importante perceber quais os fatores, designadamente fiscais, legais ou políticos, que afetam a sua função de utilidade e, conseqüentemente, os levam a preferir determinadas práticas de reporte em detrimento de outras.

As premissas da teoria da agência são relevantes na teoria positiva da contabilidade, pois a divulgação de informação é um dos mecanismos de redução dos custos de agência. Nessa perspetiva, um das funções da divulgação financeira (*monitoring costs*) é levar os gestores a agir no interesse dos acionistas (Watts e Zimmerman 1978), assumindo-se que eles têm interesses conflitantes.

Uma vez que a remuneração dos gestores, em resultado dos mecanismos de minoração dos custos de agência (*bonding costs*), é composta por salários e bónus, quer em numerário quer em ações ou planos de opções sobre ações, torna-se possível que os níveis de remuneração possam depender das escolhas contabilísticas que levem a aumentar o preço das ações ou a base de cálculo dos bónus, indiretamente, através de impostos, da regulação e custo político e, diretamente, através dos planos de bónus dos gestores.

Uma das assunções da teoria positiva da contabilidade é a da já mencionada existência de custos políticos, em geral muito relacionados com a dimensão das empresas, proporcionais aos lucros divulgados, no processo político de definição das normas de contabilidade, o que permite supor a possibilidade de que os gestores possam fazer escolhas contabilísticas em função da exposição ao custo político.

Uma vez que o poder político detém a capacidade de proceder a transferência de riqueza entre diferentes os grupos sociais que têm capacidade de influência e *lobby*, os gestores têm um incentivo a desenvolver ações de comunicação e a exercer, igualmente, lobby em defesa de procedimentos contabilísticos tendentes a minimizar os lucros reconhecidos, na medida em que isso possa evitar a excessiva atenção dos poderes públicos e, conseqüentemente, possa evitar os custos políticos. Estes custos políticos podem ser materializados de diferentes formas, seja pela

excessiva regulação, por via fiscal ou, inclusivamente, pela maior reivindicação salarial dos sindicatos (Watts e Zimmerman 1978; 1990).

Para além dos custos de agência, dos de informação e dos políticos, a teoria alargou a sua análise a um grupo mais vasto de outros custos, passando a adotar a designação de custos contratuais (*contracting costs*), suscetíveis de poderem influenciar as escolhas contabilísticas dos gestores, e suscetíveis de acontecer em transações com o mercado, em transações internas e transações de processo político, sendo constituídos por custos de agência, por custos de transação, por custos de informação, por custos de renegociação e por custos de falência (Watts e Zimmerman 1990).

2.2.4 A Teoria dos grupos de interesse (*Stakeholders*)

Nos termos desta teoria, as empresas não podem ser vistas apenas como uma instituição socioeconómica subordinada unicamente aos interesses dos donos do capital, porquanto o seu funcionamento envolve um conjunto mais alargado de grupos sociais cujos interesses devem, igualmente, ser considerados. Deixando de considerar a empresa na lógica em que os investidores, os empregados e os fornecedores fornecem *inputs* para gerar um *output* destinado aos clientes, passa a entendê-la como visando os interesses inter-relacionados destes grupos a que junta também organizações patronais, sindicais, grupos políticos e comunidades locais (Freeman 1984).

Baseada numa abordagem holística e de complexidade do funcionamento da sociedade e desenvolvida no âmbito da teoria dos sistemas, que consideram a interdependência e coevolução dos vários elementos do sistema, a teoria dos grupos de interesse procura a fundamentação teórica de suporte à responsabilidade social da empresa relativamente ao meio onde está inserida (Donaldson e Preston 1995; Friedman e Miles 2002).

Consequentemente, o relato corporativo e o reporte financeiro (demonstrações financeiras incluídas) deve deixar de ter como destinatários privilegiados os investidores ou acionistas para passar a ter como destinatários, em pé de igualdade, os diferentes grupos de interesse (*stakeholders*).

2.2.5 A Teoria da Legitimidade

A teoria da legitimidade assenta na noção de que existe um contrato social entre a empresa e a sociedade, devendo esta agir nos limites das respetivas normas sociais. Tanto a contabilidade

ambiental como a contabilidade de responsabilidade social, para as quais existem hoje requisitos específicos de divulgação nos relatórios de gestão, surgiram, nos tempos mais recentes, no âmbito da teoria da legitimidade.

As empresas assumem por esse contrato social a obrigação de desenvolver atividades que as legitimem perante a sociedade. Tais atividades deverão ser adequadas aos valores da sociedade onde operam e devem ser divulgadas para permitir demonstrar que operam de acordo com os interesses da sociedade (Dowling e Pfeffer 1975; Gray, Owen et al. 1996; Nasi, Nasi et al. 1997).

Numa definição mais abrangente Suchman (1995; Pag. 574) define que “Legitimidade consiste num pressuposto ou percepção generalizadas de que as ações de uma entidade são desejáveis, adequadas ou apropriadas, no quadro de um sistema, socialmente construído, de normas, de valores, de crenças e de definições”.

Ainda segundo Suchman (1995) a teoria da legitimidade pode ser abordada em duas perspetivas, uma estratégica, sugerida por Dowling e Pfeffer (1975), que se obtém de sistemas de valores conflitantes, em que a legitimidade se constitui como um recurso operacional extraído da envolvente cultural que as organizações utilizam para atingir os seus objetivos, atribuindo aos gestores o controlo sobre o processo de legitimação, e outra institucional, sugerida por Meyer e Rowan (1977) e DiMaggio e Powell (1983), em que a legitimidade é entendida como um conjunto de crenças em que as decisões dos gestores são, muitas vezes, construídas pelos mesmos sistemas de crenças que determinam as reações das audiências.

Na perspetiva da legitimidade estratégica, há lugar a conflitos de legitimidade se houver um desfasamento entre as expectativas sociais e a percepção social do comportamento da empresa. O relato voluntário aparece, neste caso, como uma forma de legitimar as empresas nos seus comportamentos.

Gray, Kouhy et al. (1995a) reconhecem que a teoria da legitimidade e a teoria dos grupos de interesse (*stakeholders*), ambas assumidas numa perspetiva holística de política económica, tem muitos pontos de sobreposição, embora a teoria da legitimidade se centre mais nas motivações sociais das empresas na divulgação de informação e a teoria dos grupos de interesse (*stakeholders*) se centre mais na teoria económica das motivações.

2.3 A divulgação voluntária *versus* divulgação regulada

Como já salientamos, parece não haver uma teoria unificada sobre o fenómeno da divulgação corporativa (Verrecchia 2001; Rajab e Handley-Schachler 2009), não sendo possível assegurar que toda a informação, necessária a eventuais interessados, é fornecida de forma voluntária pelos gestores.

Um dos mecanismos que pode garantir a disponibilização de um nível adequado de informação é a regulação (Healy e Palepu 2001; Leuz e Wysocki 2008; Beyer, Cohen et al. 2010). A questão de saber qual o papel da regulação e qual o seu nível apropriado é, nas suas dimensões prática e teórica, um tema controverso que tem sido, também, objeto de análise por parte da comunidade académica (Leuz e Wysocki 2008; Bushman e Landsman 2010) sendo, muitas vezes, feitas remissões para as teorias da regulação económica. No sentido de localizar essas questões faz-se, seguidamente, uma síntese das mais relevantes dessas teorias.

2.3.1 A teoria do interesse público e as críticas da escola de Chicago

Na ausência de externalidades (consequências, positivas ou negativas, sofridas por uma parte que não esteve envolvida na decisão do ato que as provocou), as relações que resultam do funcionamento do mercado tenderiam a ser suficientes para assegurar o normal funcionamento da atividade económica. Contudo, não sendo os mercados perfeitos, coloca-se a necessidade da intervenção do poder público para regular alguns aspetos do seu funcionamento por via da regulação.

As práticas de regulação económica floresceram a partir das décadas iniciais do século XX com a teoria do interesse público ou “*helping hand*” de Pigou (1938). Esta teoria advoga a necessidade de regulação, por parte dos poderes públicos, no sentido de mitigar os efeitos das falhas ou insuficiências do mercado limitando as situações de monopólio e levando a internalizar os efeitos de eventuais externalidades no processo de decisão económica. Esta teoria está na base da moderna economia pública e tem sido o argumento utilizado para suportar a atividade reguladora e, em muitos casos, a existência de empresas estatais (Shleifer 2005).

As principais críticas a esta teoria foram protagonizadas por Coase (1960), da escola de direito e economia de Chicago. Para além de considerar que algumas das imperfeições apontadas como sendo de funcionamento do mercado são, muitas vezes, resultado da regulação existente, Coase

defendia que o funcionamento normal das forças competitivas de mercado e a existência de ordenações privadas são suficientes, na maioria das situações, para ultrapassar as possíveis falhas pontuais, tornando desnecessária a regulação por parte dos poderes públicos. Nas situações em que o funcionamento normal do mercado e a existência de ordenações privadas não resolvesse eventuais falhas, o direito de propriedade e o recurso a relações económicas expressas em contratos adequados, devidamente feitas cumprir (*enforced*) por tribunais competentes, seria suficiente para dispensar uma ação reguladora abundante por parte dos governos.

A conveniência em evitar o erro de legitimar a regulação por via de comparar a realidade institucional real e as respetivas insuficiências, que resulta do funcionamento dos mercados, com situações idealmente perfeitas, resultantes da regulação produzida pelos governos, foi equacionada por Demsetz (1969), na designada “*nirvana fallacy*”.

De facto, uma das premissas da teoria do interesse público seria a de que os governos reúnem a competência técnica necessária, a isenção e a boa-fé para produzirem regulação que corrija as imperfeições do mercado. A teoria da regulação económica, proposta inicialmente por Stigler (1971), complementada por Posner (1974) e mais tarde identificada com a “teoria da captura”, ao introduzir o conceito comportamental de que os reguladores (entenda-se o poder público protagonizado pelos governos eleitos) tendem a maximizar a sua função de utilidade e, portanto, a agir na defesa dos seus interesses, veio complementar as críticas de Coase (1960), questionando a capacidade de a regulação colmatar, de forma eficaz, as insuficiências do mercado que pretenderia resolver.

Na maximização do seu interesse, os políticos tenderiam a perpetuar a sua presença no poder o que os tornaria vulneráveis a pressões de grupos capazes de representar um número significativo de votos e com capacidade económica para apoiar as suas campanhas. Neste processo, as indústrias instaladas (ou incumbentes) e os grupos de interesse organizados teriam capacidade de “capturar” o regulador e influenciar a regulação a seu favor no sentido de dificultar novas entradas, gorando-se a intenção inicial de a regulação poder adequadamente abordar a questão dos monopólios.

Ainda que a organização dos consumidores em grupos de interesse pudesse anular ou compensar esta circunstância, aproximando a ação dos reguladores da proteção dos interesses gerais,

subsistiria sempre a possibilidade de os governos serem incapazes ou incompetentes no processo de regulação.

Na essência, as críticas da escola de Chicago realçam que há situações em que não é necessária a regulação e que esta, ao contrário de ser uma solução perfeita, para além de implicar custos acrescidos, designadamente os de cumprir com a regulação, pode originar externalidades específicas, nomeadamente a de impor a regulação a empresas que dela não necessitariam e tem, também ela, insuficiências que podem legitimar questionar a sua utilidade.

Não obstante, assistiu-se no último século, em particular na América e na Europa, a um intenso movimento de regulação em diferentes domínios da atividade económica, nomeadamente no âmbito do trabalho e da segurança, na qualidade dos produtos e nos mercados de capitais, sendo que, no mesmo período de tempo, estes continentes aumentaram significativamente a sua riqueza (Shleifer 2005).

O reconhecimento desta realidade objetiva obriga a considerar o papel de regulação da atividade económica na correção das falhas dos mercados embora, evitando a *“nirvana fallacy”*, tal consideração tenha de ser feita de forma contingente, levando em conta as suas próprias limitações e inconvenientes, não como alternativa ao mercado, mas avaliando as circunstâncias em que a sua aplicação se torne útil.

Aceitando a pertinência de algumas das críticas da escola de Chicago à teoria do interesse público, mas questionando a capacidade atribuída aos juizes por Coase (1960), uma vez que estes estariam sujeitos a mecanismos de captura idênticos aos dos governantes e a mecanismos legais de condicionamento da justiça, como o recurso a advogados mais especializados e a expedientes processuais, Shleifer (2005), seguindo a mesma linha de investigação do seu trabalho conjunto com Djankov, Glaeser et al. (2003), propõe uma abordagem à problemática da regulação do controle social da atividade económica centrada na escolha institucional, a fazer entre duas variáveis de sentido diametralmente oposto, designadamente a desordem e a ditadura.

A desordem consiste na capacidade que alguns agentes privados têm para, estabelecendo relações desiguais, causar danos a outros. A ditadura consiste na capacidade que os governos e os seus agentes têm para causar esses mesmos danos a agentes privados.

São equacionadas quatro estratégias principais para assegurar o controlo social da atividade económica, qualquer delas envolvendo uma escolha entre as dimensões desordem e ditadura, sendo que o nível de desordem diminui na medida em que a ditadura aumenta.

As quatro estratégias, todas elas com vantagens e inconvenientes, consistem i) na disciplina de mercado, ii) na litigância privada, iii) na regulação e iv) na apropriação estatal, podendo coexistir, em simultâneo, algumas destas estratégias, bem como algumas estratégias intermédias delas resultantes.

- i) A disciplina de mercado, com maior grau de desordem e menor de ditadura, deixa o funcionamento da atividade económica dependente dos incentivos dos vários intervenientes.
- ii) A litigância privada, com menor desordem e com um acréscimo de ditadura, permite que eventuais lesados no funcionamento da atividade económica recorram a tribunais que, interpretando o litígio, decidam com base leis comuns e jurisprudência, possam repor as consequências de eventuais externalidades lesivas.
- iii) A regulação, com ainda menor desordem e com ainda maior ditadura, consiste na definição, pelos governos, das regras a observar em determinados domínios da atividade económica, constituindo-se em árbitro do respetivo cumprimento ou deixando essa tarefa para os tribunais (que aqui apenas têm de julgar se as regras foram ou não cumpridas).
- iv) A apropriação estatal, com o grau mínimo de desordem e com o grau máximo de ditadura, entrega ao estado a propriedade e o controlo de toda a atividade económica.

A escolha específica da solução institucional a adotar deverá depender das características específicas do domínio da atividade económica em causa e do grau de eficácia da estratégia. Se, por exemplo, numa determinada realidade a disciplina do mercado for eficaz, por si só, de evitar as consequências da desordem, tais como o domínio do mais forte, a constituição de monopólios, o roubo ou a violência, não será necessário recorrer à regulação, evitando os seus inconvenientes, tais como a captura, o enviesamento das normas a favor dos mais fortes, a corrupção e os custos de cumprimento.

O grau de eficácia e a adequabilidade de uma determinada estratégia, ou arranjos de estratégias, depende das características específicas da situação a que se pretende aplicar (por exemplo a solução não poderá ser a mesma quer os agentes económicos envolvidos tenham ou não a mesma capacidade negocial) e de circunstâncias idiossincráticas tais como o modelo legal (o anglo-saxónico mais assente na tradição e lei comum e o continental mais assente na lei civil) e o ambiente de corrupção, o que leva a concluir que as soluções não podem ser de aplicação universal, sendo necessário encontrar respostas específicas para situações concretas em ambientes económicos e culturais concretos. A regulação seria, assim, uma solução mais adequada em países mais ricos e desenvolvidos, onde os mecanismos de controlo sobre os governos são maiores, do que em países pobres e menos desenvolvidos onde os riscos de abuso são maiores.

Uma estratégia intermédia aplicada à regulamentação do mercado de capitais particularmente defendida por Shleifer (2005), posteriormente aplicada com recolha de evidência no trabalho conjunto com La Porta, Lopez-De-Silanes et al. (2006), é, para situações onde os diferentes agentes económicos não possuam a mesma capacidade negocial, a regulação pelo poder público, fixando as regras a ser observadas, mas sujeita a litigância privada, diminuindo a arbitrariedade na avaliação da responsabilidade e a discricionariedade dos juízes.

2.3.2 A regulação da informação corporativa

No caso específico da informação corporativa, a regulação, a exemplo do que se aplica ao funcionamento dos mercados em geral, justifica-se para reduzir os efeitos de falhas de mercado relacionadas com externalidades quando as empresas não têm em consideração todas as consequências das suas decisões de divulgação (Bushman e Landsman 2010), designadamente quando os gestores não divulgam voluntariamente toda a informação de que dispõem (Beyer, Cohen et al. 2010).

A divulgação de informação corporativa, que pode ocorrer de forma voluntária em resultado dos incentivos, nomeadamente económicos, que as empresas têm para divulgar ou em resultado do cumprimento de normativos legais, tem consequências, tanto positivas como negativas, para as empresas individualmente consideradas e na eficiência económica afetando, neste caso, o mercado globalmente considerado (Leuz e Wysocki 2008).

Se, no primeiro caso, o efeito conjugado dos incentivos e custos determina o nível de divulgação que os gestores estão na disposição de fazer voluntariamente, no segundo, as vantagens para o mercado em geral determinam as circunstâncias em que a regulação se torna necessária.

Os benefícios económicos da divulgação para as empresas individualmente consideradas mais comumente referidos na literatura são os i) do aumento da liquidez dos títulos no mercado (Leuz e Verrecchia 1999; Verrecchia 2001), ii) a redução do custo de capital (Botosan 1997; Leuz e Verrecchia 1999; Verrecchia 2001; Botosan 2006) e iii) o aumento do valor das empresas (Leuz e Wysocki 2008).

- i) O efeito da divulgação na liquidez dos títulos resulta da existência de assimetrias de informação entre os diferentes participantes no mercado secundário¹, que originam um efeito de seleção adversa levando os investidores menos informados a proteger a sua posição com um “*spread*” (positivo na posição vendedora, negativo na posição compradora) pelo facto de poderem estar a negociar com investidores mais informados, com efeito negativo no número de títulos suscetíveis de ser transacionados. Adicionalmente, e em resultado do mesmo mecanismo de seleção adversa, a liquidez pode ser reduzida pela menor propensão à transação de títulos que impõe nos investidores menos informados.

A divulgação de informação pode minorar os efeitos desta seleção adversa porque torna mais difícil alguns investidores deterem informação particular e porque reduz a incerteza sobre o valor dos títulos, fatores que, conjuntamente, levam a que não seja necessária a proteção do preço por negociar com partes melhor informadas e a uma maior propensão à negociação e, consequentemente, ao aumento da liquidez.

- ii) O efeito da divulgação no custo do capital pode estar relacionado com diferentes causas. Um primeiro conjunto de razões resulta das assimetrias de informação antes referidas pois a falta de liquidez dos títulos nos mercados secundários, derivada de escassez de divulgação, leva os investidores a custos de transação acrescidos (proteção do preço e dificuldade em transacionar rapidamente os títulos) pelo que estes tenderão a requerer

¹ No pressuposto de que o mercado é imperfeito e de que, consequentemente, as ações individuais dos diferentes agentes podem alterar o preço, ao contrário do que aconteceria se se considerasse o mercado perfeito situação em que as ações dos agentes individuais não têm implicações no comportamento do mercado global Verrecchia, R. E. (2001). "Essays on Disclosure." *Journal of Accounting and Economics*(32): 97-180.

uma maior taxa de rendibilidade para os investimentos nos títulos, o que determina o aumento do custo do capital das empresas (Amihud e Mendelson 1986).

O efeito que Verrecchia (2001), no ensaio dedicado à divulgação baseada na eficiência, designa por “a componente assimetria de informação do custo do capital”, estende-se também aos mercados primários uma vez que os investidores, antecipando uma proteção do preço quando da venda futura, tendem a subvalorizar as ações no momento das suas emissões iniciais, obrigando as empresas a necessitar de emitir mais ações para financiar os investimentos o que, igualmente, resulta no aumento do custo do capital (Verrecchia 2001; Leuz e Wysocki 2008). A divulgação, ao minorar as assimetrias de informação que têm implicações no custo do capital, pode, portanto, reduzi-lo.

- iii) A divulgação pode, ainda, afetar o custo do capital e o valor por outras razões para além das relacionadas com as assimetrias de informação. Leuz e Wysocki (2008), referem a situação de empresas menos conhecidas no mercado que, por via da divulgação de informação, aumentam o número de investidores potenciais o que leva à melhoria da partilha de risco e, conseqüentemente, à diminuição do custo de capital.

O risco de estimativa² é um outro fator suscetível de influenciar o custo do capital (Verrecchia 2001; Botosan 2006; Leuz e Wysocki 2008) que tenderia a diminuir com o aumento de informação disponível. Adicionalmente, o incremento da divulgação, ao reduzir os problemas de agência, pode levar os gestores a melhores decisões e à redução da apropriação, por estes, de meios monetários das empresas o que resultaria no aumento do seu valor com implicações diretas e indiretas no custo de capital.

A articulação entre os diferentes incentivos e os diferentes custos resultantes do funcionamento do mercado determina o nível ótimo de divulgação voluntária que as empresas estão na disposição de efetuar e, nas situações em que as vantagens da divulgação superassem os inconvenientes, poderia supor-se que a regulação seria desnecessária na medida em que as empresas teriam incentivos suficientes a divulgar (Healy e Palepu 2001).

² O risco de estimativa tem origem na necessidade de estimar os betas, nos modelos de avaliação, estimativas que têm por base a rendibilidade histórica dos títulos. A disponibilidade de mais ou menos dados históricos induz um risco de estimativa.

Contudo, para além dos efeitos nas empresas individualmente consideradas, a divulgação pode também ter efeitos benéficos agregados (Leuz e Wysocki 2008; Bushman e Landsman 2010). Trata-se de outros efeitos no mercado em termos gerais, designadamente externalidades, muito embora o contributo de cada empresa poder ser reduzido, em resultado do efeito conjugado das pequenas contribuições de cada empresa.

Dye (1990), considera a existência de dois tipos de externalidades, umas reais, que teriam consequências diretas nos *cash-flows* de outras empresas, outras financeiras, que teriam consequências apenas no valor dos títulos de outras empresas, sem alterar os seus *cash-flows*, resultante de alteração das percepções dos investidores. Este autor sugere que em contextos de externalidades financeiras o nível ótimo de divulgação regulada tende a coincidir com o nível de divulgação voluntária, tornando aquela supérflua, enquanto em contextos de externalidades reais os dois níveis de divulgação divergem, o que justificaria alguma regulação.

Vantagens da divulgação por efeito de externalidades:

- 1) Como externalidades reais, evoca-se o efeito da divulgação de informação (ainda que proprietária e podendo ser uma desvantagem para as empresas individualmente consideradas) alterar as relações de concorrência e poder ter efeitos em empresas de outros setores de atividade, ao permitir aceder a tendências de mercado, ao comportamento de consumidores, a alterações tecnológicas e a melhores práticas e soluções de governação empresarial, viabilizando, deste modo, a melhoria dos processos de decisão, ao mesmo tempo que pode permitir a atenuação de problemas de agência, reduzindo os custos de monitorização, por permitir aos investidores de outras empresas acederem a “*benchmarks*” para avaliação da eficácia da sua gestão (Leuz e Wysocki 2008).
- 2) O facto de a divulgação por uma empresa poder revelar informação sobre outras, levando os investidores a poder avaliar melhor as empresas no mercado e aumentado, por esse facto, a procura de ações globais (Admati e Pfleiderer 2000), é uma externalidade financeira.
- 3) O objetivo de redução da despesa agregada de produção de informação disponível no mercado, como razão para justificar a regulação da informação corporativa, é um argumento de economias de escala, uma vez que as empresas seriam as entidades que

produzem a informação ao menor custo, permitindo aos investidores e intermediários financeiros eliminar custos duplicados de obtenção de informação para estarem “privadamente informados”, por parte de outros participantes no mercado (Coffee 1984; Easterbrook e Fischel 1984; Diamond 1985; Verrecchia 2001; Leuz e Wysocki 2008; Bushman e Landsman 2010).

- 4) O argumento da proteção dos investidores menos sofisticados é evocado para legitimar a regulação da informação corporativa na perspectiva do mercado em geral pois estes, por via de divulgação obrigatória, passariam a ter acesso a informação que, de outro modo, não obteriam (Leftwich 1980; Watts e Zimmerman 1986; Healy e Palepu 2001), embora se possa argumentar, como faz Healy e Palepu (2001), que esta situação não configura uma vantagem para o mercado em geral mas sim uma transferência de “riqueza” entre investidores.
- 5) Uma outra razão reside na minoração de custos de agência. Mahoney (1995), argumentava que a divulgação obrigatória e regulada é, sobretudo, eficaz na resolução das relações de agência decorrentes de “*promoter’s problem*” e não tanto para permitir aceder ao valor das empresas, uma vez que as características da informação a divulgar são diferentes em cada um dos propósitos mencionados. Contudo, para além da informação já divulgada em resultado de contratos entre principal e agente, a regulação pode funcionar como a forma mais económica de comprometimento das empresas com divulgações detalhadas e recorrentes, tornando-se útil para novos investidores (Leuz e Wysocki 2008).

De acordo com Beyer, Cohen et al. (2010), a redução dos custos de agência dificilmente poderá ser considerada como um benefício para o mercado em geral, pois a eventual expropriação dos principais pelos agentes e a eventual perda de oportunidade de desenvolver projetos rentáveis são mais enquadráveis como transferência de “riqueza” entre agentes no mercado.

- 6) Finalmente, enquadrando a generalidade dos argumentos anteriores, há grande coincidência na literatura sobre a natureza de bem público da informação corporativa para justificar a regulação. Essa informação, uma vez divulgada, pode ser usada por todos sem possibilidade de limitação ou exclusão e o seu uso por um indivíduo não limita a sua disponibilidade para outros, o que lhe confere a referida característica de bem público

(Leftwich 1980; Watts e Zimmerman 1986). Os investidores potenciais têm possibilidade de usar livremente a informação, cujo custo de produção e divulgação é suportado pelos acionistas atuais (*free-rider problem*), o que pode conduzir à subprodução de informação na economia e resulta numa falha de mercado, justificando-se, por isso, a intervenção dos poderes públicos na salvaguarda de um nível ótimo da sua disponibilização (Healy e Palepu 2001).

A ponderação das vantagens e desvantagens para as empresas levaria estas a divulgar a informação necessária no mercado pelo que a regulação se justifica pela existência de falhas de mercado e externalidades e pelo facto de as empresas, individualmente consideradas, não poderem internalizar as consequências das suas decisões de divulgação (Healy e Palepu 2001; Leuz e Wysocki 2008; Beyer, Cohen et al. 2010; Bushman e Landsman 2010), ainda que seja de evitar a “falácia de nirvana” (Demsetz 1969) de que a regulação pode conduzir a situações de perfeição ideal e resolver todas as limitações do mercado, faltando ainda uma teoria abrangente da divulgação corporativa obrigatória (Beyer, Cohen et al. 2010).

Outras soluções, adicionais à regulação, passam pela existência de auditores que melhorem a credibilidade da informação e de analistas financeiros como intermediários de informação entre as empresas e o mercado (Healy e Palepu 2001).

2.3.3 Mecanismos de regulação da informação corporativa

A regulação da informação corporativa concretiza-se por via das leis que regulam a atividade comercial, para a generalidade das empresas, definindo qual a informação mínima a prestar e, no caso das empresas cotadas em bolsa (*public traded companies*), também pelos regulamentos das bolsas de valores que estabelecem os requisitos de divulgação de informação a que devem obedecer estas empresas tanto no momento de emissão de títulos de capital (ações) ou de dívida (obrigações), como de forma continuada ao longo do tempo, sendo os principais objetivos declarados o da proteção dos investidores, o de assegurar que os mercados são equilibrados, eficientes e transparentes e o da redução do risco sistemático (IOSCO 2010).

Uma das principais formas de as empresas disponibilizarem informação consiste na apresentação periódica de demonstrações financeiras e respetivas notas elaboradas de acordo com normas de contabilidade concebidas por órgãos emissores, de acordo com um paradigma que, atualmente,

consagra como principal objetivo do reporte financeiro a disponibilização de informação financeira que seja útil aos atuais e potenciais investidores, financiadores e outros credores na tomada de decisões relativas ao fornecimento de recursos às empresas (IASB 2010)³.

Subjacente à utilidade declarada pelos órgãos reguladores está a necessidade de disponibilizar informação que possibilite a aferição do valor das empresas pelos atuais e potenciais investidores sobrepondo-se ao objetivo de controlo que possibilite a aferição do desempenho dos gestores (*stewardship*), embora esta seja, ainda hoje, uma questão controversa no domínio académico (Watts 2006; Kothari, Ramanna et al. 2010).

A informação quantificada e expressa em unidades monetárias, que integra as demonstrações financeiras, resulta de critérios geralmente bem definidos de reconhecimento (verificar a definição de elemento das demonstrações financeiras, ter um atributo relevante de medida com fiabilidade suficiente e conter informação simultaneamente fiável e relevante). As normas requerem a divulgação de informação adicional, nas notas, sobre itens reconhecidos e não reconhecidos, sobre medidas úteis de itens não reconhecidos, sobre medidas alternativas de itens reconhecidos, sobre riscos e potencialidades de itens reconhecidos e não reconhecidos e sobre informação temporária, enquanto outras soluções se encontram em estudo para serem incorporadas nas normas (Schipper 2007).

Em resultado da necessidade de garantir a homogeneidade e comparabilidade a nível internacional, vários organismos profissionais foram reconhecendo, desde 1957, a necessidade de um organismo internacional coordenador dos esforços de harmonização contabilística.

O *International Accounting Standards Committee* (IASC), foi fundado, em 1973, com o objetivo de formular e publicar, no interesse público, normas de contabilidade a seguir na apresentação das demonstrações financeiras submetidas a auditoria, promovendo a sua aceitação e aplicação a nível internacional (Tua Pereda 1983). Atualmente, as normas de contabilidade do IASB (IAS/IFRS) são adotadas por um número significativo de países, em todo o mundo, designadamente na União Europeia onde, com a aprovação do Regulamento do Conselho 1606/2002, de 19 de Julho, passaram a aplicar-se às contas consolidadas de empresas com títulos

³ De facto, nem sempre foi este o paradigma dominante no reporte financeiro. Para uma ampla compreensão da evolução do processo de definição das normas de contabilidade e da história do IASC pode consultar-se a obra fundamental de Tua Pereda, J. (1983). Principios Y Normas de Contabilidad. Madrid, Instituto de Planificacion Contable - Ministerio de Economia y Hacienda.

cotados, tendo-se deixado, na altura, aos diferentes estados membros a decisão de estender a sua aplicação às contas individuais e a outras entidades.

Para além da informação divulgada em resultado das normas de contabilidade, as empresas são solicitadas a divulgar outro tipo de informação, que integra o Relatório de Gestão que acompanha as Demonstrações Financeiras.

Já na SFAC nº 1 (FASB 1978), que conjuntamente com a SFAC nº 2 (FASB 1980), constituíam o quadro conceptual do FASB até à emissão da SFCAC nº 8 (FASB 2010), o FASB dedicava um ponto específico, parágrafos 5 a 8, à justificação da diferença entre demonstrações financeiras e reporte financeiro, começando por reconhecer que, embora as demonstrações financeiras e o reporte financeiro tenham os mesmos objetivos, alguma informação útil é fornecida de melhor forma pelas demonstrações financeiras e outra é fornecida de melhor forma, ou pode apenas ser fornecida, por divulgação diferente das demonstrações financeiras.

A divulgação de informação corporativa inclui não só as demonstrações financeiras, mas também outro tipo de informação que se refira, direta ou indiretamente, à informação fornecida pelo sistema contabilístico. A gestão deve divulgar para o exterior, no reporte financeiro, informação para além da contida nas demonstrações financeiras, seja por imperativos legais, normas de regulação ou costumes, mas também porque considera essa informação útil para os utilizadores e, nesse caso, fará a divulgação de forma voluntária.

Reconhecendo que as demonstrações financeiras e respetivas notas, por si só, podem ser insuficientes para permitir aos investidores avaliarem tanto a qualidade dos resultados como a possibilidade de os desempenhos passados serem bons estimadores dos desempenhos futuros (Bryan 1997), os órgãos reguladores dos mercados requerem a elaboração de um relatório no qual a gestão divulgue quaisquer outras circunstâncias que, embora não verificando os critérios de reconhecimento e divulgação previstos nas normas, possam informar os utilizadores sobre a capacidade da empresa para gerar fundos (*cash flows*) e, consequentemente, informar sobre o valor.

Nos EUA, a SEC solicitava, já desde 1968, informação narrativa adicional sobre componentes do resultado não usuais, tendências dos negócios e informação prospetiva (Bryan 1997), sendo que, desde 1980, é requerida a elaboração de um *Management Discussion e Analysis* (MD&A) cujo

conteúdo atual, redefinido em 2003 (SEC 2003), passa por explicar narrativamente as demonstrações financeiras “na perspectiva da gestão” (*Through the eyes of Management*).

Um relatório com características idênticas ao MD&A, embora com designações diferentes, é requerido por todos os órgãos reguladores dos mercados e o IASB emituiu, em 2010, uma *Practice Statement* sobre o *Management Commentary* (MC) (IASB 2010) com os procedimentos, ainda que não vinculativos, a serem observados na elaboração das divulgações narrativas que devem acompanhar as demonstrações financeiras elaboradas nos termos das IFRS.

2.4 A necessidade de informação adicional à prevista nas normas de contabilidade

As alterações relevantes no ambiente de negócios provocadas pela significativa evolução científica e tecnológica registada nas últimas décadas deram origem a uma “nova economia” cujos indutores de valor estão mais relacionados com o conhecimento e com o capital humano, ativos intangíveis que, por não verificarem os critérios de reconhecimento previsto nas normas de contabilidade, não constam das demonstrações financeiras tradicionais (Canibano, Garcia-Ayuso et al. 2000).

Uma das características deste novo ambiente de negócios é a rápida evolução e mudança proporcionadas por meios de comunicação praticamente instantâneos e pela globalização da economia que conduzem a uma maior imprevisibilidade, determinando maiores níveis de risco e de incerteza que as demonstrações financeiras tradicionais, igualmente, não permitem avaliar de forma adequada (Cea García 1992; ICAEW 2011).

Adicionalmente, a emergência de preocupações relativas ao impacto ambiental da atividade empresarial veio dar relevo à necessidade de conhecer as práticas empresariais relacionadas com o meio ambiente que, entretanto, se alargaram ao conjunto de aspetos empresariais que impactam a sociedade levando a necessidades de divulgação de responsabilidade ambiental e social.

A necessidade de complementar as demonstrações financeiras com outra informação, designadamente narrativa, que contextualize essas demonstrações foi-se tornando, cada vez mais, imprescindível. Estando as organizações sujeitas a alterações decorrentes da evolução da sociedade e, conseqüentemente, das características de novos ambientes tecnológicos e económicos que determinam novos modelos de negócio, as características das necessidades de

informação sobre as organizações acompanham, naturalmente, essa evolução (ICAEW 2009), sendo que acadêmicos e organismos profissionais, desde há muito, vêm propondo a extensão, quando não mesmo a alteração, do âmbito do reporte corporativo, ainda que a regulação não tenha correspondido a esses apelos com a devida celeridade (Beattie 2000).

A diferença entre o valor contabilístico das empresas e o seu valor de mercado, que se foi acentuando progressivamente a partir da década de 80 (Lev e Zarowin 1999; Beattie 2000), poderia dever-se à incapacidade das normas de contabilidade refletirem esta nova realidade levando a que os investidores não possam ter uma ideia adequada do processo de criação de valor das empresas (Lev e Zarowin 1999; Canibano, Garcia-Ayuso et al. 2000; Garcia-Ayuso 2003) e à necessidade de recorrer a fontes de informação alternativas, como a dos analistas financeiros (Nielsen 2004).

Para colmatar estas novas necessidades informativas, não satisfeitas pelo modelo de reporte corporativo dominante, várias têm sido as propostas. Em 1975, o ICAEW publicou um relatório “*The corporate report*” (ASSC 1975) onde se propunha um conjunto de novas soluções para o reporte financeiro, incluindo uma demonstração de valor acrescentado e um relatório específico sobre o emprego. Contudo, é o relatório da AICPA, designado por *the Jenkins Report* (AICPA 1994a) que é tido como o marco fundamental das novas propostas para a divulgação de informação pelas empresas. Nele se propõe um modelo de divulgação abrangente dividido em cinco categorias, a saber:

- Informação financeira e não financeira contemplando os principais indicadores de desempenho usados pela gestão;
- Análise dessa informação pela gestão explicitando as razões de alterações verificadas na situação financeira;
- Informação previsional incluindo a descrição dos principais riscos e incertezas;
- Informação sobre a empresa e os acionistas e
- Informação fundamental sobre a empresa incluindo a descrição dos principais objetivos e estratégias.

Desde finais da década de 90, na sequência do relatório *Jenkins*, foram várias as propostas de reformulação dos modelos de reporte corporativo, todas elas, embora com focos diferentes,

propondo o aumento da informação não financeira. Merecem destaque as efetuadas por Wallman (1995; 1996; 1997), secretário da SEC, propondo divulgação adicional de ativos intangíveis (*soft assets*), de riscos e incertezas, a possibilidade de acesso, via internet, a alguma áreas do sistema de informação das empresas e pela *Price Waterhouse*, no seu modelo *Value Reporting*™ (Wright e Keegan 1997), onde se prevê a divulgação dos principais indutores de valor, tanto financeiros, como relativos aos clientes, às pessoas, à inovação e crescimento e aos processos internos, numa abordagem muito próxima à do *Balanced Scorecard* (Kaplan e Norton 1996).

Revisões e comparações destas propostas foram feitas por diferentes académicos e organismos. De entre elas, referimos a de Beattie (2000), que aborda as efetuadas nos EUA e no RU até finais da década de 90, a do ICAEW (2004), que revê 11 propostas de reforma da divulgação e reporte corporativos e a de Nielsen (2004), que compara 9 propostas de modelos empíricos de reporte segundo uma matriz de 14 temas retirada das propostas normativas (“*authoritative literature*”, na sua designação), 10 dos quais pertencentes ao relatório *Jenkins* (AICPA 1994a), designadamente dados operacionais da gestão, a análise pela gestão da informação financeira e não financeira, riscos e oportunidades, fatores críticos de sucesso, indutores de valor, objetivos, visão e estratégia.

As organizações profissionais e os reguladores mantiveram alguma reserva em tornar obrigatória a divulgação de medidas não financeiras nos termos de eventuais normas a publicar. Nas conclusões da reunião entre a AAA e o FASB, em 2002, em que se analisava a pesquisa académica existente sobre o tema, até à data, embora reconhecendo-se que algumas medidas de avaliação de desempenho não financeiras poderiam ser relevantes para prever o desempenho futuro e para formular juízos de valor sobre as empresas, dadas as características particulares dessas medidas em função do tipo de empresa, dificilmente poderiam ser normalizadas, optando-se por encorajar a sua divulgação voluntária.

O ICAEW (2009), revendo as propostas mais recentes, atualizou a sua posição sobre este movimento de reforma do modelo de reporte corporativo, que considera ter sido ainda mais ampliado em resultado da crise financeira de 2007, na medida em que se defendeu que a referida crise poderia ter sido evitada ou mitigada pela existência de um modelo de reporte mais abrangente.

Este organismo reconhece que o atual modelo produz informação útil e defende que, em vez de se procurar uma rutura total, haveria, quando muito, que promover o seu melhoramento. Reconhece também que, no caso específico da informação não financeira, as reformas têm acabado por ir ao encontro das pretensões dos reformadores e que, atualmente e para muitas empresas, a divulgação de informação não financeira é superior à informação financeira, embora sem um modelo padronizado, impossível de impor dadas as características específicas de cada empresa e a diversidade de circunstâncias a divulgar. Em conformidade, propõe princípios orientadores a observar neste tipo de divulgações, designadamente que seja prestada informação relevante para cada circunstância específica e que se alterem as divulgações se as circunstâncias se alterem.

2.4.1 A informação sobre riscos e incertezas nas propostas de melhoramento da divulgação corporativa

A investigação académica tem, igualmente, dedicado um interesse acrescido ao tema da divulgação corporativa. Na revisão de literatura de Beattie (2005) sobre a investigação em contabilidade efetuada no Reino Unido, no período 1998 a 2002, o tema da divulgação narrativa, onde se inclui os intangíveis, a responsabilidade social e os riscos, representava cerca de 29% do número de trabalhos publicados.

A divulgação dos riscos e incertezas das empresas é um vetor comum a, praticamente, todas as propostas de melhoria do modelo de reporte corporativo. Embora, como veremos adiante neste trabalho, a necessidade da sua divulgação seja assinalada bastante antes, ela é uma das componentes que consta do relatório *Jenkins* (AICPA 1994a) e na análise efetuada por Nielsen (2004), sendo um dos 14 temas que a generalidade das propostas normativas identificava como devendo constar de um modelo de divulgação abrangente, é considerado por 9 dos 10 modelos empíricos de reporte analisados.

3 A DIVULGAÇÃO DOS RISCOS EMPRESARIAIS

3.1 Conceito de risco

Sendo os riscos empresariais o objeto do presente trabalho de investigação, torna-se indispensável identificar o que se entende por risco. Dada a natureza inerentemente controversa do conceito (Fischhoff, Watson et al. 1984), que se mantém indescritível e contestado (Power 2004), nebuloso, de definição variável e complexo (Courtis 2000), heterogéneo tanto no contexto institucional como ao nível das empresas (Combes-Thuélin, Henneron et al. 2006), esta tarefa resulta numa dificuldade presente em todas as investigações sobre a divulgação dos riscos (Linsley e Shrives 2006).

3.1.1 A falta de unanimidade sobre o conceito de risco

A falta de consenso numa definição tem origem, desde logo, nas diferentes aceções do conhecimento, estremadas, do ponto de vista ontológico (a natureza da existência) e epistemológico (a natureza e valor do conhecimento), entre o positivismo e o construtivismo (Rosa 1998).

O conhecimento científico é obtido, atualmente e em particular no que às ciências sociais diz respeito, à luz de três principais paradigmas que têm subjacentes diferentes perspetivas da realidade.

- 1) O paradigma positivista assume a perspetiva ontológica realista, de que a realidade é exógena ao indivíduo e que o objeto do conhecimento tem uma essência própria e objetiva, independente do observador e do contexto, dependendo o valor do conhecimento obtido do grau de confirmação ou da possibilidade de refutação.
- 2) O paradigma interpretativista assume a perspetiva ontológica fenomenológica de que existe uma interdependência entre a realidade e o observador, sendo a essência do objeto do conhecimento múltipla e subjetiva, dependente da interpretação do observador e do contexto, estando a validade do conhecimento obtido sujeita à verificação da sua credibilidade e transmissibilidade.
- 3) O paradigma construtivista assume, igualmente, a perspetiva ontológica fenomenológica, mas defende que a essência do objeto do conhecimento não pode ser obtida ou nem

mesmo existe, dependendo a validade do conhecimento obtido da sua adequação aos fins que visa e da capacidade de ser ensinado. Se bem que alguns autores dos diferentes paradigmas considerem, seguindo uma postura isolacionista, que as diferentes abordagens são inconciliáveis, outros, adotando uma postura integracionista, defendem uma abordagem multi-paradigma⁴.

Seguindo Rosa (1998), muito do esforço que tem sido colocado na compreensão do risco tem incidido no debate sobre os méritos e deméritos dos diferentes paradigmas o que, sendo característica de um campo de investigação ainda incipiente, não deixa de ser uma restrição ao desenvolvimento de um conhecimento acumulado do risco.

Na perspectiva positivista localizam-se a análise de risco (Shrader-Frechette 1985), que pressupõe a sua prévia identificação e estimação, aplicando as normas da investigação científica e partindo de uma definição de risco em que este é o resultado do produto de uma consequência pela sua probabilidade de ocorrência, pressupondo um mundo real onde o risco reside e pode ser medido e compreendido como um produto neutro da ciência sem qualquer influência de juízos normativos ou de valores. Ainda na perspectiva positivista pode ser incluída a abordagem do ator racional (*rational actor approach*) que propõe um modelo de tomada de decisão assente na maximização da utilidade de pessoas racionais.

Na perspectiva construtivista situa-se a teoria cultural (*Cultural Theory*) que identifica o risco com os perigos que a sociedade define como problemáticos (Douglas e Wildavsky 1982; Douglas 1992) e que, porque o processo de identificação desses perigos é eminentemente social, os mesmos não constituem uma realidade objetiva, existindo apenas na consciência coletiva relacionados com a cultura e com o posicionamento social.

Na teoria cultural de Douglas e Wildavsky (1982) a forma como os diferentes tipos de estrutura social se relacionam com as percepções do risco resultam de uma matriz em que se combinam os diferentes graus de autonomia que o indivíduo tem sobre a seleção do seu papel na sociedade (por ex. género, raça, idade) com os diferentes grupos sociais (Linsley e Shrives 2008).

⁴ Para uma abordagem mais estruturada sobre os fundamentos epistemológicos do conhecimento, ver Martine Girod-Seville e Véronique Perret em Thietart, R. A., F. Allard-Poesi, et al. (2001). Doing management research - a comprehensive guide. London, SAGE Publications, Ltd.

Numa perspetiva possível de classificar como integracionista, definida como de realismo reconstruído, Rosa (1998) define risco com uma situação ou acontecimento em que algo com valor humano é posto em causa e em que o resultado é incerto. Para além dos elementos objetivos que têm a ver com os factos em causa, a avaliação e perceção da incerteza e a forma como a incerteza tem impacto nos indivíduos depende de perceções condicionadas por fatores sociais, culturais e políticos⁵.

Neste debate é relevante a avaliação da natureza objetiva ou subjetiva do conceito de probabilidade implícita na formulação do conceito de risco introduzido por Knight (1921).

Na perspetiva positivista, as probabilidades podem ser descobertas por processo lógico ou estimadas por análise estatística e, portanto, são reais e independentes do avaliador. Nas perspetivas interpretativista ou construtivista, logo subjetivas, as probabilidades são crenças humanas e não são intrínsecas à realidade, apenas caracterizando o grau de incerteza dos humanos (Finetti 1937).

De acordo com Knight (1921) as probabilidades podem ser obtidas por um processo apriorístico, como no caso do lançamento de um dado, ou por um processo estatístico através da análise de dados homogêneos. Na ausência de qualquer destas modalidades de determinação das probabilidades, apenas se pode estimar a incerteza de forma imprecisa, de acordo com uma qualquer avaliação pessoal. Na presença de probabilidades determináveis estar-se-ia perante “incertezas mensuráveis” ou probabilidades objetivas, enquanto na sua ausência estar-se-ia perante “incertezas imensuráveis” ou probabilidades subjetivas. Na presença das primeiras, estaríamos numa situação de risco e na presença das segundas estaríamos numa situação de incerteza.

Este é o bem divulgado conceito de risco de Frank Knight que, não obstante, é alvo de críticas na medida em que, sendo o risco, em sentido comum, a combinação da incerteza com as possíveis consequências (exposição), a abordagem apenas se referiria à incerteza, não abarcando completamente o conceito de risco (Holton 2004).

⁵ Para uma abordagem à noção de “Perceção do Risco” ver a revisão da literatura de Ricciardi, V. (2004). “A Risk Perception Primer: A Narrative Research Review of the Risk Perception Literature in Behavioral Accounting and Behavioral Finance.” [SSRN eLibrary](#).

A incerteza, enquanto desconhecimento de um indivíduo quanto ao facto de um acontecimento poder ser verdadeiro ou falso ou lhe ser indiferente, e a exposição, enquanto avaliação que um indivíduo autoconsciente poderá fazer do facto poder ser verdadeiro ou falso, são as duas componentes essenciais da definição de risco proposta por Holton (2004) em que este seria a exposição a um acontecimento acerca do qual não há certeza. Na medida em que as duas noções, de incerteza e de exposição, podem ser apenas relativas, o conceito de risco não existiria em termos absolutos apenas podendo ser expresso em termos da percepção que cada indivíduo tem da sua incerteza e do possível grau de exposição (que importância daria ao facto de o acontecimento poder ser verdadeiro ou falso, se disso tivesse consciência), resultando, então, que o risco é apenas a percepção que temos dele. A percepção que temos do risco, seja verdadeira ou falsa, é que condiciona o comportamento (Corby 1994). Em termos da prática financeira, o que fazemos é adotar métricas de risco (por ex. a variância do retorno) para definir aspetos específicos do risco percebido (Holton 2004).

De acordo com Dobler (2003) o risco identifica-se com a falta de informação para atingir os objetivos pretendidos, sendo a falta de informação resultante da natureza indeterminada da relação causa e efeito das componentes, enquanto os objetivos pretendidos são essenciais para a análise do comportamento económico.

De acordo com Helliar, Lonie et al. (2002) o conceito de risco baseado nas probabilidades objetivas e subjetivas, nos termos definidos por Knight (1921) e que integra as definições da maior parte dos manuais de finanças, é considerado de pouco valor prático, uma vez que os decisores, de acordo com investigações levadas a cabo por inquérito (March e Shapira 1987), tendem a valorizar, sobretudo, a parte negativa da distribuição, a possibilidade de algo mau acontecer e o encaram como um conceito multidimensional que não pode ser capturado facilmente por uma única métrica.

No momento de reagir a situações de incerteza, envolvendo julgamentos complexos e probabilidade estatística, os decisores tenderiam a seguir apenas regras práticas e a adotar estratégias heurísticas, que consistem em atalhos mentais motivados, entre outros aspetos, por experiências passadas, pela autoconfiança, por aversão à perda, etc.. (Ricciardi 2004). Mais do que classificar os padrões de comportamento face ao risco como irracionais e aberrações relativamente ao comportamento normal implícito no paradigma neoclássico das finanças, o que

se tornaria essencial seria a identificação e explicação desses padrões de comportamento (Tversky e Kahneman 1991).

Na atividade das empresas poucas são as situações suscetíveis de serem determinadas probabilisticamente por processo lógico apriorístico (como o do lançamento de um dado) mas em algumas situações podem ser calculadas probabilidades através da observação de grandes séries históricas de acontecimentos, como nos casos de verificação de ocorrência de defeitos na produção. Mesmo segundo Knight (1921), muitas das situações dos negócios referem-se a probabilidades subjetivas e são, na essência, incertezas (Holton 2004; ICAEW 2011).

Este facto reveste-se de grande importância no âmbito da temática da divulgação dos riscos pois determina que muitos deles não são suscetíveis de mensuração e a sua divulgação apenas se pode fazer de forma qualitativa ou, ainda que quantificados, com uma quantificação subjetiva de âmbito restrito (ICAEW 2011).

De facto, as funções probabilísticas construídas a partir do registo de séries históricas de acontecimentos, como acontece na quantificação do risco de mercado, permitem evidenciar as frequências dos desvios relativamente a um objetivo esperado, ou seja, a volatilidade histórica dos preços, e são usadas como medidas dos riscos financeiros, mas só poderão ser entendidas como medidas da volatilidade futura na medida em que o futuro verifique um comportamento idêntico ao do passado recente de onde essas medidas foram derivadas (ICAEW 2011).

A noção de risco como variabilidade esperada do resultado, muito usada na gestão de riscos financeiros, assenta, assim, numa perspetiva que não pode deixar de se considerar subjetiva na medida em que o comportamento futuro dos preços é sempre uma incerteza não quantificável.

3.1.2 As várias perspetivas do conceito de risco

O risco pode ser entendido numa só direção, visando apenas as perdas potenciais ou pode ser entendido em duas direções visando identificar tanto as perdas potenciais como os ganhos potenciais. A primeira conceção tem estado subjacente ao controverso princípio da prudência e do conservadorismo (Lopo 1999), foi adotada por Boritz (1990) no seu relatório para o Canadian Institute of Chartered Accountants (CICA) e na Statement of Position (SoP) 94-6 Disclosure of Certain Risks e Uncertainties, da American Institute of Certified Public Accountants (AICPA)

(Carlson, Loftus et al. 2003) e está subjacente a algumas normas contabilísticas, como a SFAS 105, de 1990 (Schrand e Elliot 1998).

O grupo de trabalho que elaborou o relatório *Financial Reporting of Risk* (Hodgkinson, Anderson et al. 1997), publicado pelo ICAEW, referia que havia duas maneiras de abordar o risco; o risco de algo de mau acontecer (*downside risk*) e o risco associado à incerteza (*volatility risk*), que significa que tanto há oportunidade para um ganho como para uma perda potencial. Os autores, embora reconhecendo que há uma tendência para que o reporte financeiro dê mais ênfase às más notícias, defendem a adoção do conceito de risco de incerteza (*volatility risk*) pois os mercados poderão ficar com informação deturpada se apenas se reportar o que pode acontecer de mal.

O ICAEW (1999) refere um conceito de risco com estas características e inclusivo, no sentido de abarcar todos os tipos de risco que podem afetar uma empresa. Ou seja, os investidores não estariam adequadamente protegidos se uma predominância pessimista de reporte os levasse a vender os seus títulos subvalorizados.

Linsley e Shrives (2006) salientam que os conceitos de risco e de incerteza, como hoje são entendidos na teoria financeira, traduzindo um conjunto de possíveis resultados de uma decisão aos quais podem, ou não, ser afetadas probabilidades, resultam de uma realidade localizada na era moderna posterior à revolução industrial, o que leva o conceito a ter uma vertente positiva (*upside risk*) e uma vertente negativa (*downside risk*) e a identificar-se com o conceito de risco em sentido lato (Dobler 2003). Esta conceção contrastaria com a visão pré moderna, em que o risco era identificado exclusivamente com a vertente negativa, que se pode entender como risco em sentido restrito (Dobler 2003).

No âmbito da teoria financeira, em especial no contexto da teoria das carteiras (*portfolio theory*) (Markowitz 1952; 1991), há riscos comuns a todas as empresas que têm origem em circunstâncias da envolvente económica e política e que não são diversificáveis – risco sistémico – e há outros riscos que têm origem nas circunstâncias específicas de cada empresa, que, na perspetiva dos investidores e num mercado eficiente, podem ser evitados por meio de carteiras diversificadas de títulos – risco específico ou risco idiossincrático⁶.

⁶ Refira-se que, segundo Holton, G. A. (2004). "Defining Risk." *Financial Analysts Journal* 60(6): 19-25., Markowitz nunca teria chegado a definir o conceito de risco, tendo-se limitado, cautelosamente, a identificar algumas das suas métricas.

Ainda que haja empresas mais sensíveis ao risco sistemático do que outras, este tipo de risco nunca pode ser evitado por se dever a fatores comuns ao mercado levando os detentores de ações com maior risco sistemático a ter a expectativa de ser compensados com maiores retornos. Logo, na presunção de eficiência dos mercados, em que os investidores procuram maximizar o seu rendimento, a constituição de carteiras diversificadas de títulos elimina o risco idiossincrático e valoriza o risco sistemático. Os investidores, adversos ao risco, exigiriam retornos superiores de investimentos com maior risco e, usando carteiras bem diversificadas, apenas estão sujeitos ao risco sistemático, pelo que obteriam retornos superiores.

A relação entre o comportamento de um título e o comportamento global do mercado avaliada pela relação entre as volatilidades (entre o título e o mercado) é dada pelo indicador β . Um $\beta = 1$ significa que a *performance* do título é igual à do mercado global, um $\beta > 1$ significa que o título tem uma volatilidade maior do que a do mercado e um $\beta < 1$ significa que o título tem uma volatilidade inferior à do mercado. O fator β é, pois, uma medida da sensibilidade de um título a variações no mercado e, portanto, uma medida do risco sistemático associado a cada título.

Assim sendo, nos pressupostos do modelo CAPM baseado nas assunções do modelo dos mercados eficientes, o preço de um título não é afetado pelo risco não sistemático e títulos com β superiores terão preços inferiores a títulos com β inferiores.

O modelo CAPM revelou-se importante na teoria da contabilidade porque permitiu desenvolver estudos que comparavam os resultados esperados com os resultados reais das empresas e analisar se as diferenças verificadas estavam relacionadas com informação divulgada pelas empresas (Schroeder e Clark 1998).

Esta abordagem ao risco, como sistemático e não sistemático, tem em conta apenas uma perspetiva global do investidor relativamente aos riscos de um portefólio de investimentos financeiros no mercado de capitais. Como assinala Lopo (1999), a sensibilidade dos títulos relativamente aos mercados pode vir afetada por características próprias da empresa, recolhidas, em muitos casos, por indicadores ou informação contabilística.

Uma vez que nem todos os utilizadores da informação financeira estão em condições de conseguir eliminar o risco idiossincrático relacionado com os seus interesses nas empresas, a problemática da divulgação do risco coloca-se em termos de risco total, sistemático e não

sistemático, sendo essa a perspectiva que muitos dos reguladores têm adotado (Ryan 1997; Carlon, Loftus et al. 2003).

De acordo com Solomon *et al* (2000) a nova teoria das carteiras sugere que a melhoria do relato do risco permitirá aos investidores lidar de forma mais efetiva com o problema da diversificação do risco. Os investidores institucionais, que consideram preferencialmente no seu trabalho de investigação por representarem o grupo de investidores de maior peso nas empresas inglesas, mais preocupados com o longo prazo, tenderão a requerer informação sobre os riscos não sistemáticos de modo a poderem construir um perfil de risco abrangente das empresas em que investem e a definir as suas expectativas relativamente à sua continuidade.

Uma outra classificação dos riscos refere-se aqueles que as empresas enfrentam, independentemente dos resultados das ações que possam tomar para os mitigar, como a cobertura de risco ou o recurso a seguros, e que se designa por “risco bruto”, diferenciando-os daqueles que, de forma residual, permanecem mesmo após o efeito dessas práticas de gestão e que se designam por “risco líquido” (Hodgkinson, Anderson et al. 1997).

Quadro 1 – Diferentes classificações de risco

Classificações de risco	Elementos considerados na classificação
Risco em sentido lato/sentido restrito	Avalia tanto o sentido positivo, possibilidade de ganhos, como negativo, de perdas, ou refere-se exclusivamente ao sentido negativo, logo, apenas possibilidade de perdas.
Risco sistemático/idiossincrático	Avalia se os fatores de risco são comuns a todas as empresas e determinados por circunstâncias não controláveis por elas – este risco não é diversificável – ou se os fatores de risco respeitam a circunstâncias específicas de cada empresa – este risco é diversificável.
Risco bruto/líquido	Avalia os riscos no seu efeito potencial antes de ser mitigado por ações de gestão de risco e/ou transferência (seguro) ou apenas no seu efeito residual após considerar as ações de gestão de risco e/ou transferência.
Risco total/parcelar	Avalia todos os fatores de risco que podem afetar as empresas ou apenas alguns desses fatores de risco. Em muitos casos a distinção de risco total é usada por oposição à avaliação exclusiva dos riscos de mercado. Noutros casos a distinção é usada para diferenciar a abordagem conjunta ao risco sistemático e idiossincrático ou apenas ao risco sistemático, não diversificável, no âmbito do CAPM.

Fonte: Elaboração própria a partir da bibliografia

Sendo o conceito de risco de difícil definição e podendo ser abordado em diferentes perspetivas, a observação das abordagens usadas pelos autores e organismos que trataram o tema pode permitir localizar os usos mais correntes e identificar em que termos mais tem sido utilizado na investigação da sua divulgação. Em muitos dos trabalhos de investigação sobre a divulgação do risco que revimos, assume-se a necessidade de o reportar sem que, contudo, se faça uma clara definição do conceito.

Quadro 2 – Conceito de risco utilizado por alguns autores

Autor	Conceito de Risco
(Boritz 1990)	Possibilidade de perda agravada pela incerteza da decisão.
(Miller 1992)	Imprevisibilidade das variáveis do resultado das empresas.
(Cea García 1995)	Incerteza que rodeia o processo de obtenção do resultado operacional.
(Hodgkinson, Anderson et al. 1997)	Risco de volatilidade. Incerteza quanto ao montante dos resultados que podem ter exposição tanto ao ganho como à perda. Risco como incerteza quanto aos resultados que um negócio proporciona ao conseguir os seus objetivos e estratégias.
(Solomon, Solomon et al. 2000)	Incerteza associada quer a ganho potencial, quer a uma perda potencial.
(Lopo 2001)	Risco de obtenção do resultado. Engloba tanto as possibilidades de perdas como as possibilidades de ganhos.
(Holton 2004)	Exposição a uma situação sobre a qual há incerteza.
(Lajili e Zéghal 2005)	Risco entendido nos sentidos positivo (<i>upside risk</i>) e negativo (<i>downside risk</i>)
(Linsley e Shrives 2006)	Risco entendido tanto como uma oportunidade como uma ameaça, perigo ou exposição.
(Papa 2007)	Incerteza associada quer com ganhos potenciais, quer com perdas potenciais. Volatilidade dos resultados ou fluxos de caixa futuros esperados, que dependem quer dos riscos diversificáveis, quer dos riscos não diversificáveis.
(Dobler 2008)	Refere que o risco pode ter duas perspetivas: Uma baseada na incerteza e outra baseada num objetivo. A última consiste num potencial desvio relativamente a um alvo predeterminado. A primeira refere-se à distribuição de resultados futuros. Adota a primeira mas considera a segunda indispensável à definição de ganho potencial (<i>upside risk</i>) e de perda potencial (<i>downside risk</i>).

Fonte: Elaboração própria a partir da bibliografia

Quadro 3- Conceito de risco utilizado por alguns organismos

Organismo	Conceito de Risco
ASB, 1994 (FRS 5)	Incerteza quanto ao montante dos resultados. O termo inclui ambos o potencial para o ganho e a exposição à perda.
ICAEW (Hodgkinson, Anderson et al. 1997)	Risco de volatilidade. Incerteza quanto ao montante dos resultados que podem ter exposição tanto ao ganho como à perda. Risco como incerteza quanto aos resultados que um negócio proporciona ao conseguir os seus objetivos e estratégias.
(IASB 2009b) – IAS 37	Variabilidade dos desfechos
(ICAEW 1999)	Risco como incerteza e volatilidade. Risco como incerteza quanto aos fluxos de caixa (<i>cash flow</i>) futuros. <i>Upside risk</i> é probabilidade de ganho. <i>Downside risk</i> é probabilidade de perda. Risco numa abordagem inclusiva que se concentra em todas as possíveis fontes ou fatores de risco e não apenas nos financeiros
(ICAEW 2011)	Reconhece os vários sentidos do risco, ou só em sentido negativo ou tanto em sentido negativo, como em sentido positivo. Dado que muita da divulgação do risco, em termos práticos, é em sentido negativo, segue predominantemente esta abordagem.

Fonte: Elaboração própria a partir das fontes referidas

Verifica-se, assim, que, pese embora o facto de se utilizarem diferentes perspetivas, os autores que referem o conceito no âmbito dos seus trabalhos de investigação fazem-no maioritariamente em sentido lato, numa forma bidirecional de risco positivo e risco negativo, sempre associado à incerteza quanto ao futuro, o mesmo se verificando com os diferentes organismos.

Se tivermos em consideração que muitos dos riscos colocados às empresas são, de facto, incertezas, por não ser possível afetar-lhes probabilidades (Knight 1921), teremos de concluir que a sua quantificação pressupõe sempre um grau razoável de subjetividade e discricionariedade.

3.1.3 As Diferentes Tipologias de Riscos Empresariais

Dado que são múltiplas as variáveis presentes na atividade empresarial, serão também múltiplos os fatores de incerteza os quais, no seu efeito conjugado, produzem um determinado ambiente de incerteza presente na obtenção do resultado (Cea García 1995; Lopo 1999; 2001). Daí que, para compreender o resultado, não baste conhecer o seu valor e composição, tornando-se necessário

conhecer também um conjunto de informações e indicadores capazes de evidenciar os principais fatores de risco. Estes fatores de risco são as variáveis que constituem fontes de risco e que ligam a imprevisibilidade no desempenho das empresas às incertezas específicas das componentes da envolvente pois a incerteza sobre o comportamento das variáveis da envolvente reduz a capacidade de prever o desempenho (Miller 1992).

A identificação dos diferentes fatores de risco, usada por diferentes autores e organismos, não segue um padrão uniforme, embora haja algumas tipologias comuns.

Jorion (1997), citado por Tirado e Cabedo (2004), refere que as empresas estão sujeitas a três tipos de risco, o risco de negócio, o risco estratégico e o risco financeiro. O risco de negócio é interno e é o que a empresa enfrenta ao pretender criar fontes de vantagem competitiva e acrescentar valor para os acionistas. Está relacionado com o tipo de atividade em que a empresa opera e inclui a inovação tecnológica, o desenho do produto e o marketing. O risco estratégico é externo e está relacionado com mudanças na envolvente económica e política. O risco financeiro está relacionado com possíveis perdas nos mercados de capitais.

Em resultado da revisão da literatura efetuada na altura, Miller (1992) classificou os diferentes fatores de risco em três grandes grupos, designadamente os referentes a aspetos da envolvente geral, do tipo de atividade (indústria) e a variáveis internas.

Quadro 4 - Fatores de Incertezas da Envolvente Geral

Tipo	Subtipo	Fonte de Incerteza
Incertezas gerais da envolvente	Incertezas políticas	Guerra
		Revoluções
		Golpes de Estado
		Alterações democráticas de governo
		Outros tumultos políticos
	Incertezas governamentais	Reformas monetárias e fiscais
		Controlo de preços
		Restrições comerciais
		Nacionalizações
		Regulação
		Limitações à expatriação de resultados
		Limitações na disponibilidade de serviços públicos
	Incertezas macroeconómicas	Inflação
		Alterações nos preços relativos
		Alterações nas taxas de câmbio
		Alterações nas taxas de juro
		Alterações nas condições comerciais
	Incertezas Sociais	Alterações sociais
		Agitação social
		Tumultos
		Manifestações
		Atos terroristas de pequena escala
	Incertezas naturais	Variações na pluviosidade
		Furacões
		Tremores de terra
		Outros desastres naturais

Fonte: Miller (1992)

As incertezas relacionadas com a envolvente geral são comuns a todas as atividades enquanto as incertezas específicas de um setor de atividade se relacionam com aspetos concretos comuns e exclusivos de uma determinada atividade económica, embora comuns a todas as empresas desse

setor e são relacionadas com os *inputs* da atividade, com o produto e com a concorrência. Por sua vez as incertezas específicas das empresas estão relacionadas com as suas variáveis internas, designadamente operacionais, de responsabilidade, investigação e desenvolvimento, crédito e comportamentais.

Quadro 5- Fatores de Incertezas Específicas da atividade e das Empresas

Tipo	Subtipo	Fonte de Incerteza
Incertezas gerais da envolvente	Incertezas relativas aos <i>Inputs</i>	Qualidade
		Alterações na procura
		Alterações na procura por outros compradores
	Incertezas relativas ao produto	Alterações nos gostos dos clientes
		Disponibilidade de produtos de substituição
		Escassez de bens complementares
	Incertezas relativas à concorrência	Grau de rivalidade nos concorrentes
		Novos concorrentes
		Inovação tecnológica no produto
		Inovação tecnológica no processo
Incertezas específicas das empresas	Incertezas Operacionais	Conflitos laborais
		Segurança laboral
		Escassez de matéria-prima
		Alterações na qualidade
		Restrições nas peças de substituição
		Falhas mecânicas
		Outros fatores de produção
	Incertezas relativas a responsabilidade	Responsabilidade pelo produto
		Emissões de poluentes
	R&D	Pesquisa e desenvolvimento
	Crédito	Incobráveis
	Comportamentais	Comportamento auto interessado

Fonte: Miller (1992)

A empresa de consultoria *Arthur Andersen* concebeu uma classificação dos diferentes fatores de risco consagrada no seu *Business Risk Model*™ usado pelo ICAEW e citado por Hodgkinson, Anderson et al. (1997) que tem sido muito usado como referência em muitos dos trabalhos de investigação sobre a divulgação do risco (Papa 2007).

Uma primeira distinção é feita entre riscos financeiros e riscos não financeiros (ou financeiros indiretos).

Riscos Financeiros

Os riscos financeiros resultam da possibilidade de os fluxos de caixa não serem adequadamente geridos com vista a maximizar a disponibilidade de dinheiro, a reduzir a incerteza relativamente à taxa de juro, à taxa de câmbio, ao crédito e a produtos financeiros e à possibilidade dispor de dinheiro sempre que seja necessário, de forma rápida e sem perda de valor e subdividem-se em risco de preço, em risco de liquidez e em risco de crédito. Os riscos financeiros revestem-se de particular importância para o reporte financeiro, na medida em que podem ter um efeito direto sobre os ativos e os passivos monetários.

O risco de preço é composto pelo risco de taxa de juro, pelo risco de taxa de câmbio, pelo risco de capital próprio, pelo risco de mercadorias e pelo risco dos instrumentos financeiros. Note-se que, neste último caso, o risco pode advir de um uso imprudente dos instrumentos financeiros que pode expor a empresa a perdas significativas. Daí a tendência recente dos organismos reguladores da contabilidade de emitir normas que precisem o seu tratamento contabilístico.

Quadro 6 - Riscos Financeiros

Financeiros	Preço/Mercado	Taxa de Juro
		Taxa de Câmbio
		Capital Próprio
		Mercadorias
		Instrumentos Financeiros
	Liquidez	Cash Flow
		Oportunidade
		Concentrações
	Crédito	Incumprimento
		Concentração
		Acordo
		Colaterais

Fonte: Hodgkinson, Anderson et al. (1997)

Riscos não Financeiros

Os riscos não financeiros (ou financeiros indiretos) são desagregados em função da origem do fator de risco, distinguindo-se riscos externos, (aqueles que resultam de circunstâncias externas à empresa e sobre os quais, por isso, é mais difícil agir), de riscos internos (os que resultam de circunstâncias internas e estão relacionados com as atividades empresariais e, em consequência, são mais suscetíveis de ser geridos).

Os efeitos dos riscos não financeiros externos, também designados por riscos da envolvente, resultam de fenómenos sociais, políticos ou económicos e apenas podem ser minorados através de planos de contingência ou política de seguros. O seu conhecimento é importante para a formulação da estratégia, aproveitando oportunidades ou evitando ameaças, apesar de não terem implicações financeiras imediatas.

Os riscos não financeiros internos, que têm efeitos financeiros imediatos na empresa, podem ser desagregados em riscos de processo (os relacionados com as atividades desenvolvidas pela empresa) e riscos de informação para a tomada de decisão (os relacionados com os sistemas de informação).

Quadro 7 – Riscos Não Financeiros

	Externos	Concorrência / Catástrofes / Políticos / Relações Acionistas / Mercado de Capitais / Legais Regulação / Capital		
Não Financeiros (Financeiros Indiretos)	Internos	Processo	Operacionais	Satisfação Cliente
				Recursos Humanos
				Desenvolvimento Produtos
				Eficiência
				Capacidade
				Performance
				Formação
				Abastecimento
				Obsolescência
				Adequação
				Interrupção atividade
				Defeitos de Fabrico
				Ambiente
				Higiene e Segurança
				Patentes
		Informação de Apoio à Decisão	Poder	Liderança
				Autoridade Incentivos
			Tecnologias de Processamento de Informação	Mudança Disponibilidade
				Comunicação
			Integridade	Relevância
				Integridade
			Operacional	Acesso
				Disponibilidade
			Financeira	Infraestrutura
				Fraude
			Estratégica	Atos Ilegais
				Uso Abusivo
				Reputação
				Pricing
				Medidas de Performance
				Alinhamento
				Regulação
				Planeamento
				Informação Contabilística
				Reporte Financeiro
				Impostos
				Fundos Pensões
				Avaliação Investimentos
				Reporte Obrigatório
				Ambientais
				Carteira de Negócios
				Avaliação
				Medidas de Desempenho
				Estrutura
				Afetação Recursos
				Planeamento
				Ciclo de Vida

Fonte: Hodgkinson, Anderson et al. (1997)

Papa (2007), que adota este modelo de classificação do risco num trabalho realizado na análise da divulgação do risco nos prospectos de oferta pública inicial de ações em Itália, considerou 114 itens referentes a uma distribuição por componentes de risco, que se dividem em sub componentes, que, por sua vez, se dividem em categorias e estas, finalmente, agregam os diferentes itens de risco.

Tirado e Cabedo, (2004) referem, também, que Jorion (1997), ao contrário do ICAEW (Hodgkinson, Anderson et al. 1997), inclui o risco operacional e o risco legal nos riscos financeiros e que o risco de mercado, também designado por risco de preço, tem a sua origem nas variações dos preços dos ativos negociados nos mercados financeiros. O risco de crédito diz respeito à possibilidade de a outra parte não cumprir as suas obrigações financeiras. O risco de liquidez advém da possibilidade de a empresa não cumprir as suas obrigações financeiras e o risco legal deriva da possibilidade de os contratos não cumprirem os requisitos legais. Por fim, o risco operacional advém da possibilidade de perdas resultantes de desadequação de sistemas internos, falhas administrativas, controlos insuficientes, fraude ou erro humano. Ao autores concluem que, para efeitos de quantificação e subsequente publicação, o risco de negócio pode ser agrupado em três categorias principais; os riscos externos referentes à envolvente em que a empresa opera, o risco de negócio, provenientes da natureza específica do negócio e os riscos financeiros, aqueles que têm um impacto direto nos fluxos de caixa (*cash flows*) líquidos.

Lajili e Zégal (2005), referem que uma primeira grande separação que se encontra é entre, por um lado, riscos financeiros e riscos de mercado, cujas categorias de risco e respetivas estratégias de gestão são requeridas pelos diferentes reguladores do reporte financeiro como o IASB, o FASB, a CICA ou o ASB, e pelos reguladores dos mercados de capitais e, por outro lado, os restantes tipos de risco, como por exemplo o risco de negócio, o risco político ou o risco ambiental, cuja divulgação ou é encorajada ou apenas voluntária. Os riscos financeiros são idênticos aos já descritos, enquanto nos outros riscos são incluídos o risco de mercado, o ambiental, o de regulação governativa, o operacional, o de fornecedores, o de recursos naturais, o político, o tecnológico, o de condições atmosféricas, o de sazonalidade e o de tendências cíclicas.

Bozzolan e Beretta (2004), quando desenvolvem um quadro conceptual para a análise da divulgação do risco por análise de conteúdo, classificam os fatores de risco em cinco categorias,

nomeadamente, de estratégia, de estrutura financeira, de estrutura tecnológica, de organização, de processo de negócio, ambiental, do setor de atividade e regulador/legal.

Linsley e Shrives (2006) separam entre riscos financeiros e riscos não financeiros, sendo os não financeiros compostos pelo risco operacional, o risco de *empowerment*, o risco de tecnologias de processamento da informação, o risco de integridade e o risco estratégico.

O IASB, (2005), na IFRS 7 (34-42) sobre as divulgações de riscos provenientes de instrumentos financeiros, considera os riscos de crédito, de liquidez e de mercado.

Conforme se deduz das abordagens anteriores, os riscos empresariais podem identificar-se com o conceito de risco global e são a resultante do efeito conjugado dos todos os diferentes fatores ou fontes de risco (e não apenas os financeiros), sejam eles internos ou externos, fatores esses de que podem resultar a maior ou menor probabilidade da obtenção dos fluxos de caixa futuros.

Os resultados de um inquérito efetuado a 102 empresas cotadas no FTSE 500, pelo ICAEW (1999), foram no sentido de a maioria dos inquiridos considerar importantes todos os riscos de uma vasta lista sobre a qual foram solicitados a pronunciar-se.

O facto de uma parte significativa dos fatores de risco serem específicos de setores de atividade e das empresas em concreto e de, por este motivo, estarem sujeitos a variações permanentes, resulta numa limitação significativa à sua divulgação.

3.2 As medidas dos riscos empresariais

Os riscos, para serem geridos e divulgados, necessitam de ser quantificados. Contudo, a dificuldade de quantificar adequadamente os riscos está intimamente ligada às dificuldades de definição do conceito de risco a que já, anteriormente, nos referimos. Uma vez que muitas das situações dos negócios se referem a probabilidades subjetivas (Knight 1921) e são, na essência, incertezas (Holton 2004; ICAEW 2011) os riscos, em muitos casos, não são suscetíveis de mensuração e a sua divulgação apenas se pode fazer de forma qualitativa ou, ainda que quantificados, com uma quantificação subjetiva e de âmbito restrito (ICAEW 2011). Mesmo em termos da prática financeira, o que se faz é adotar métricas de risco para definir aspetos específicos do risco percebido (Holton 2004).

O ICAEW (Hodgkinson, Anderson et al. 1997; ICAEW 2002) refere que a credibilidade e a comparabilidade do relato do risco dependerão, em grande medida, do desenvolvimento de novas

e melhores medidas. Para medir o risco propõe medidas contabilísticas, medidas não contabilísticas, a análise de sensibilidade e o *Value at Risk* (VaR).

Para os riscos que tenham como origem expectativas de acontecimentos futuros incertos, são propostas medidas contabilísticas, designadamente, as contingências, as provisões e os valores descontados, bem como indicadores de risco baseados em rácios, medidas de concentração, análise de tendência e *benchmarking*.

Para riscos que tenham origem na experiência passada são propostas medidas não contabilísticas, como dados externos, números de pessoas ou acontecimentos e atitudes.

Para riscos que envolvam expectativas de relações causais de futuro incerto, é proposta a análise de sensibilidade aos efeitos de variações em variáveis-chave de medidas contabilísticas e não contabilísticas.

Para riscos que resultem da projeção da experiência passada para acontecimentos futuros incertos é proposto o *Value at Risk* relacionado com medidas contabilísticas.

MEDIDAS CONTABILÍSTICAS

As medidas contabilísticas do risco consistem nas provisões, nas contingências, nos valores esperados e nos valores descontados.

Os conceito de provisões e contingências pode ser retirado da IAS 37 (IASB 2009B), que começa por referir que, ao medir uma provisão, uma entidade deve:

- Tomar em conta os riscos e as incertezas. Contudo, a incerteza não justifica a criação de provisões excessivas ou a sobrevalorização deliberada de passivos;
- Descontar as provisões, quando o efeito temporal do dinheiro for material, usando uma taxa de desconto, antes de impostos, que reflita as atuais condições do valor temporal do dinheiro no mercado e os riscos específicos do passivo que não tenham sido refletidos na melhor estimativa da despesa. Sempre que o desconto for usado, o acréscimo da provisão devido à passagem do tempo é reconhecido como um custo financeiro;
- Ter em conta acontecimentos futuros, tais como mudanças legais e tecnológicas, quando haja evidência suficiente de que venham a ocorrer;

- Não provocar ganhos pela disponibilidade dos ativos, mesmo que essa provável disponibilidade esteja intimamente ligada ao acontecimento que originou a provisão.

A norma define passivos contingentes como:

- Uma possível obrigação com origem em acontecimentos passados cuja existência será somente confirmada pela ocorrência, ou não ocorrência, de um ou mais acontecimentos futuros incertos que estejam completamente fora do controlo da entidade;
- Uma obrigação presente com origem em acontecimentos passados mas que não foi reconhecida porque:
 - Não é provável que uma saída de recursos envolvendo benefícios económicos seja requerida para liquidar a obrigação, ou
 - O montante da obrigação não pode ser medido com fiabilidade;
 - As empresas não podem reconhecer passivos contingentes mas devem divulgá-los a não ser que a possibilidade de uma saída de recursos envolvendo benefícios económicos seja remota.

Os ativos contingentes são definidos como:

- Um possível ativo com origem em acontecimentos passados cuja existência apenas seja confirmada pela ocorrência ou não ocorrência de um ou mais acontecimentos futuros incertos que estejam completamente fora do controlo da entidade. Um exemplo é uma ação legal em que o resultado seja incerto;
- Uma entidade não deve reconhecer um ativo contingente mas deve divulgá-lo se a entrada de benefícios económicos for provável;
- Quando a realização do resultado for virtualmente certa, então o ativo relacionado não é contingente e deve ser reconhecido.

Uma provisão é um passivo de momento ou valor incertos. Um passivo é uma obrigação presente da entidade com origem em acontecimentos passados cuja eliminação se espera que resulte uma saída de recursos da entidade que envolvam benefícios económicos futuros.

Em termos gerais, todas as provisões são contingências porque são incertas no momento e no valor, contudo, no âmbito da norma, o termo contingência é usado para passivos e ativos que não

são reconhecidos porque a sua existência apenas será confirmada pela ocorrência, ou não ocorrência, de um ou mais acontecimentos futuros incertos que estejam completamente fora do controlo da entidade. Adicionalmente, o termo passivo contingente é usado para passivos que não verificam o critério de reconhecimento.

A norma faz a distinção entre:

- Provisões – que são reconhecidas como passivos (assumindo que uma estimativa credível pode ser feita) porque são obrigações presentes e é provável que uma saída de recursos da entidade envolvendo benefícios económicos, seja requerida para eliminar a obrigação;
- Passivos contingentes – que não são reconhecidos como um passivo porque são ou:
 - Possíveis obrigações, ainda por confirmar se a entidade tem uma obrigação presente que possa levar a uma saída de recursos que envolvam benefícios económicos;
 - Obrigações presentes que não verificam o critério de reconhecimento.

Os valores esperados refletem todos os resultados possíveis e as respetivas probabilidades. Apenas têm capacidade informativa se existir um mercado secundário onde o resultado possa ser transacionado e o acontecimento de risco tenha, por essa via, um valor de mercado. O valor esperado não tem de corresponder a um resultado único e determinável e, em geral, só é significativo se usado para valorizar um grupo de elementos semelhantes (não iguais). Não indica o conjunto dos resultados possíveis nem as respetivas probabilidades.

O cálculo do valor esperado implica considerar a incerteza e o valor temporal do dinheiro (desconto), cuja taxa a usar devem, apenas, refletir o valor de mercado do dinheiro no tempo, como resulta da IAS 37.

3.2.1 Medidas não Contabilísticas

Para além do uso de medidas contabilísticas, podem ser utilizados como medidas de risco, índices de concentração, e indicadores ou rácios e *benchmarking*.

Índices

Os índices de concentração são normalmente utilizados para refletir situações de risco provenientes de dependência elevada de um reduzido número de situações, como pode ser o caso

de uma empresa ter a maior parte do seu volume de negócios dependente de um número reduzido de clientes. Uma situação de risco resultaria de uma dependência excessiva de um número reduzido de fornecedores.

Benchmarking

O *benchmarking* pressupõe a comparação das medidas de gestão das principais fontes de risco da empresa com as medidas relatadas por concorrentes.

Indicadores de risco

Os indicadores são medidas de risco, podendo ou não ser constituídas por rácios. Os rácios relacionam variáveis críticas da atividade como, por exemplo, a liquidez, a solvabilidade, a alavancagem operacional, a alavancagem financeira, índices de satisfação dos clientes, quotas de mercado e rotação do pessoal (*turnover*), entre muitos outros.

As vantagens normalmente atribuídas ao uso dos indicadores são a sua facilidade de cálculo e poderem servir de alertas para situações de risco, embora a compreensão dos resultados que proporcionam requeira informação adicional de enquadramento e um padrão de referência.

Para funcionarem como medidas dos fatores de risco os indicadores levantam outro tipo de questão relacionada com a falta universalidade quanto à sua construção. Um indicador, para poder ter utilidade enquanto comunicação do risco pelas empresas, necessita de ser acompanhado da explicação sobre a forma como foi calculado, uma vez que os diferentes utilizadores terão conceções próprias acerca da sua forma de cálculo. Uma outra questão que se levanta ao uso dos indicadores é a da comparabilidade.

O facto de empresas diferentes poderem seguir métodos diferentes no cálculo de um indicador, ainda que acompanhados de explicação adequada, dificulta que os investidores possam fazer comparações entre empresas de uma forma direta. No entanto, a possibilidade de comparabilidade no tempo estaria salvaguardada desde que as empresas seguissem o mesmo método nos diferentes momentos de reporte.

O IASB (2005), no *Discussion Paper* sobre o *Management Commentary*, admite mesmo que, a exemplo do procedimento adotado nas normas contabilísticas, a mudança do critério de medida de um indicador de risco num determinado momento, pudesse levar a que a empresa divulgasse essa mudança e pudesse ter de divulgar o cálculo pelo anterior critério.

Meramente a título de exemplo, indicamos, no QUADRO 8, alguns indicadores que podem servir como alerta de risco.

Quadro 8- Alguns indicadores de risco

Indicador	Cálculo	Interpretação
Ponto morto económico	$\frac{\text{C. Fixos económicos}}{\frac{\text{Vol Vendas} - \text{C. Variáveis}}{\text{Vol Vendas}}}$	Dentro de pressupostos de não alteração de preços e de custos variáveis unitários, mede o volume de negócios mínimo a atingir para resultados operacionais nulos
Coefficiente de alavanca financeira	$\frac{\text{Passivo Remunerado}}{\text{Capital Próprio}}$	Mede a possibilidade de, em situação de rendibilidades operacionais superiores ao custo do endividamento, poder obter rendibilidades mais que proporcionais dos capitais próprios
Grau de alavanca operacional	$\frac{\text{Vol Vendas} - \text{C. Variáveis}}{\text{Res. Operacional}}$	Mede a sensibilidade da variação do resultado a variações no volume de vendas
Valor acrescentado por empregado	$\frac{\text{V A B (cf)}}{\text{nº de empregados}}$	Mede a produção líquida da empresa por cada trabalhador
Cash debt coverage ratio	$\frac{\text{Tesouraria Exploração}}{\text{Passivo médio}}$	Mede a capacidade de pagamento de longo prazo
Price earnings ratio (per)	$\frac{\text{Cotação}}{\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Acção}}}$	Mede a relação entre a última cotação em bolsa e o resultado líquido por ação do período contabilístico

Fonte: elaboração própria

3.2.2 Análise de Sensibilidade

A análise de sensibilidade é uma medida de risco que possibilita reportar a exposição a riscos, que consiste em fazer variar uma variável e observar o impacto que essa variação provoca noutra que com ela esteja relacionada. Contudo, os resultados necessitam de ser acompanhados dos pressupostos usados no seu cálculo, caso contrário a informação pode vir afetada pelas limitações do próprio método. Essas limitações resultam de a análise de sensibilidade requerer modelação detalhada das relações causais, muitas vezes complexas, e da forma como se projetarão no futuro e, também, de requerer que a variação a que se sujeitam as variáveis-chave não sejam, em si próprias, previsões mas sim indicadores de sensibilidade que permitam aos utilizadores fazer as suas próprias previsões (Hodgkinson, Anderson et al. 1997).

3.2.3 Value at Risk

O *Value at Risk* (VaR) é uma metodologia que foi desenvolvida para fornecer uma referência para a medição e monitorização do risco de mercado associado aos produtos financeiros. O risco de mercado é, como já identificamos, o risco que resulta de variações nas taxas de juro, nas taxas de câmbio e nos valores das mercadorias. O VaR é a perda máxima num dado horizonte temporal em que há uma probabilidade baixa, predefinida, de a perda real ser maior (Jorion 2002).

Para o cálculo do VaR assume-se que as variações nas taxas do mercado têm uma distribuição normal de tal forma que 68% das variações estarão dentro de um desvio padrão e 95% a 99% das variações estarão dentro de três desvios padrões. Na prática, trata-se de uma forma de análise de sensibilidade que permite determinar o máximo impacto negativo provocado por mudanças nas taxas de mercado durante um determinado período de tempo numa dada percentagem de situações.

Os resultados que se obtêm têm implícita a presunção de que as variações à média são normalmente distribuídas, que as variações futuras das taxas podem ser previstas a partir de dados históricos e que apenas se aplicam a variações não anormais do mercado. No cálculo do VaR podem ser usadas várias metodologias, designadamente a simulação histórica, o método analítico e a análise de Monte Carlo, alternativas que a SEC permitiu para as divulgações de risco de mercado nos termos da FRR 48 (SEC 1997).

O VaR pode ser aplicado nas seguintes situações (Hodgkinson, Anderson et al. 1997):

- Nas divulgações de derivados e outros instrumentos financeiros;
- Na medição do risco de mercado, do risco de crédito e outros tipos de risco;
- Para tratar um grande número de fatores de risco bem como as suas interações e poder resumir o risco de toda a empresa;
- Para proporcionar um método de medida e controlo formal e uma linguagem uniforme, facilmente entendida, particularmente pelos reguladores dos mercados;
- Para ajudar as empresas a gerir o risco, mais do que para melhorar a divulgação para o exterior.

Tirado e Cabedo (2004), na análise dos diferentes fatores de risco para os quais entendem apenas ser relevantes os efeitos negativos (perdas), consideram duas grandes categorias para efeitos de medida, os riscos não financeiros, que não estão diretamente relacionados com ativos ou passivos financeiros, embora possam ter um efeito nas perdas futuras, e os riscos financeiros, que têm uma influência direta na perda de valor dos ativos e passivos monetários. No trabalho antes citado os autores apresentam uma proposta de medida de todos os riscos, sejam financeiros ou não financeiros através do VaR, concluindo que a inclusão, nas demonstrações financeiras, da medida dos riscos que afetam a empresa, quantificada desta forma, melhoraria a utilidade da informação financeira para o processo de tomada de decisão pelos utilizadores.

Jorion (2002) refere que o VaR se tornou numa medida de referência para medir os riscos financeiros e, após o trabalho de investigação que desenvolveu sobre as divulgações trimestrais de bancos americanos, concluiu que a capacidade informativa dessas divulgações, efetuadas de forma quantificada de acordo com as determinações da SEC, era de interesse considerável e que as previsões de volatilidade baseadas no VaR estavam significativamente relacionadas com o risco de mercado futuro. O autor considerava, ainda, que, mesmo na eventualidade de não ter concluído pela sua capacidade informativa, o VaR pode melhorar a capacidade de gerir os produtos derivados pois a divulgação pública obriga os bancos a uma disciplina comercial.

A questão dos critérios de medida dos diferentes fatores de risco que podem integrar o risco global de negócio é, como se percebe, uma das questões fulcrais na efetiva utilidade da informação que se divulgue pois, em termos práticos, será em função desses critérios que os utilizadores terão a possibilidade de formar a sua avaliação sobre o risco associado a cada empresa. A quantificação dos riscos é uma condição fundamental para assegurar a credibilidade das respetivas divulgações e permitir a verificação *a posteriori*, contudo, para muitos dos fatores de risco e em especial os não financeiros, essa quantificação não é viável de forma fiável pelo que a divulgação apenas se trona possível em termos qualitativos.

3.3 A necessidade de informação sobre os riscos empresariais

O facto de todos os empreendimentos envolverem risco não é uma realidade nova e pode muito bem considerar-se uma afirmação tautológica, uma vez que o risco faz parte da essência das empresas e, conseqüentemente, a sua gestão está implícita na atividade normal de condução dos negócios (Miller 1992). Para os acionistas e restantes *stakeholders* conhecer informação sobre os

riscos das respectivas empresas é importante para que estes possam gerir os seus próprios riscos (Linsley e Shrives 2000).

Porém, a atenção acrescida e os termos do debate que atualmente existem relativamente à divulgação dos riscos empresariais, seja em termos da regulação, seja no domínio da investigação académica, tem origem num conjunto de circunstâncias que se acentuaram a partir da década de 80, entre os quais se salientam a emergência de um novo ambiente de negócios de maior incerteza, a insuficiência que se começou a reconhecer ao relato financeiro apenas fundamentado nas demonstrações financeiras tradicionais, a intensificação do uso de instrumentos financeiros e de instrumentos derivados para efeitos de cobertura de risco, a consagração da gestão do risco como dominante dos processos de controlo interno e como mecanismo de governação corporativa e a ocorrência continuada de escândalos financeiros de significado relevante normalmente atribuídos a divulgação insuficiente ou desadequada de informação (em muitos casos de forma intencional), em particular sobre os riscos.

3.3.1 Um novo ambiente de negócios

As alterações significativas que ocorreram no ambiente externo dos negócios, em especial no final da década de 70 e durante a década de 80, determinadas pela aceleração da evolução tecnológica, pelo recurso a formas inovadoras de comunicação, pela globalização dos mercados, pela tendência do encurtamento dos ciclos de vida dos produtos e aumento da concorrência, levaram, por um lado, à emergência de novos modelos de negócio não testados e de maior risco e, por outro, a uma maior imprevisibilidade e volatilidade do contexto em que se desenvolve a atividade, mesmo para os modelos de negócio já existentes, e tiveram como consequência, em última análise, uma maior preocupação com o risco e a incerteza, em particular com as formas de os gerir e divulgar. A divulgação dos riscos pelas empresas tem sido objeto da atenção dos reguladores em especial após períodos de grande volatilidade dos mercados e recessões (Kravet e Muslu 2011).

3.3.2 A insuficiência do relato financeiro

A informação financeira tem como propósito disponibilizar aos investidores e outros utilizadores informação útil para a tomada de decisão de modo a garantir uma alocação adequada de capital

na economia e a melhoria da responsabilização da gestão perante os acionistas e outros grupos de interesse.

A informação disponibilizada pela contabilidade, por via das demonstrações financeiras tradicionais, assente em factos passados e, portanto, com uma perspetiva predominantemente histórica, embora possa ser um bom ponto de partida (Hodgkinson, Anderson et al. 1997), começou a considerar-se insuficiente para satisfazer as necessidades dos utilizadores relativas à compreensão e avaliação do desempenho futuro (Abraham, Solomon et al. 2007) pelo que se assistiu a uma maior pressão no sentido de as empresas passarem a divulgar outra informação, de natureza não financeira (Maines, Bartov et al. 2002), previsional, qualitativa e efetuada de forma narrativa nos relatórios de gestão (Courtis 2000). Uma outra razão que contribui para a insuficiência do relato financeiro tradicional é o facto de ter uma orientação temporal de curto prazo e não disponibilizar informação sobre os fatores que podem afetar o desempenho a longo prazo (Hodgkinson, Anderson et al. 1997).

Numa perspetiva de tomada de decisão, os utilizadores necessitam de informação tanto económica e financeira, que lhes permita avaliar a rendibilidade, como também sobre o risco e, assim sendo, só a inclusão da informação sobre os riscos no modelo de divulgação das empresas permitirá os utilizadores ter informação próxima da necessária aos modelos de decisão da teoria financeira, permitindo-lhes conformar a sua função de utilidade baseada nas variáveis rendibilidade e risco (Cea García 1992).

A necessidade de complementar o relato financeiro com informação adicional sobre os riscos foi admitida, nos EUA, pela SEC, em 1980, quando reformulou os requisitos de divulgação a que deveria obedecer o MD&A a apresentar pelas empresas cotadas e onde se passou a requerer a descrição das tendências conhecidas e das incertezas que, com razoabilidade, se esperasse que pudessem ter efeito positivo, ou negativo, nas vendas ou nos resultados das operações (ICAEW 2011) e pela AICPA no *Report of the task force on Risk e Uncertainties* (AICPA 1987) onde reconhecia que os utilizadores, confrontados com o ambiente de incerteza em que as empresas operam, solicitavam cada vez mais informação que os ajudasse a avaliar os riscos que condicionam a obtenção dos cash-flows e resultados futuros e propunha a divulgação de riscos e incertezas, em especial os referentes a estimativas significativas e vulnerabilidades resultantes de concentrações.

A mesma AICPA veio a emitir, em 1994, a *Statement of position* 94-6 (AICPA 1994b) onde eram definidos os critérios a observar na divulgação dos riscos pelas empresas e o *Jenkins Report* (AICPA 1994a) onde se propunha um modelo inclusivo de informação corporativa baseado nas necessidades dos utilizadores com informação construída na perspectiva dos gestores, contendo um capítulo específico sobre riscos e incertezas.

Estas iniciativas nos EUA tiveram influência noutras, de idêntica natureza, observadas noutros países, nomeadamente no Canadá e no Reino Unido. Neste último país, em 1999, o ICAEW emitiu o relatório de um grupo de trabalho (Hodgkinson, Anderson et al. 1997) onde propôs a elaboração de uma demonstração própria relativa aos riscos empresariais, onde discutia as vantagens e inconvenientes da respetiva divulgação, embora a proposta viesse a ser abandonada, mais tarde (ICAEW 1999), face à opinião recolhida por inquérito junto de investidores no qual estes se mostraram pouco recetivos à elaboração de uma demonstração com as características propostas.

3.3.3 O Incremento do Uso de Instrumentos Financeiros e de Derivados

O uso de instrumentos financeiros e derivados financeiros e de mercadorias, que verificou um significativo incremento no início da década de 90 (Bishop 1996) tendo registado um crescimento de cerca de 900% entre 1989 e 1995 (Linsmeier e Pearson 1997), levou a perdas significativas em muitas empresas e desencadeou o interesse dos investidores, acionistas e reguladores para as divulgações com elas relacionadas.

Esta realidade levou à emissão de normativos, por parte do FASB, e regulação, por parte da SEC, das primeiras divulgações complementares sobre riscos financeiros. A SFAS 119 *Disclosures about Derivative Financial Instruments e Fair Value of Financial Instruments* foi emitida pelo FASB, em 1994, (FASB 1994) requerendo a divulgação das políticas adotadas na contabilização de instrumentos financeiros derivados bem como a discussão da natureza, termos e implicações em meios monetários deles resultantes.

Uma vez que a norma não se aplicava a instrumentos derivados de mercadorias nem a outros produtos financeiros e, embora encorajando, não requeria a divulgação de informação quantitativa sobre a exposição das empresas ao risco de mercado, a SEC propôs, em 1995, e veio a emitir, em 1997, normas adicionais de divulgação, pela *Financial Reporting Release* (FRR) 48

(SEC 1997), designadamente melhores descrições, nas notas às demonstrações financeiras, das políticas contabilísticas relacionadas, quer com derivados financeiros, quer com derivados de mercadorias, divulgações, fora das demonstrações financeiras, de informação quantitativa sobre derivados financeiros, derivados de mercadorias e outros instrumentos financeiros, devendo separar os detidos para venda dos detidos para outros propósitos e, para as duas categorias, discriminar separadamente informação sobre a exposição às diferentes categorias de risco de mercado, podendo utilizar diferentes alternativas de medida da exposição ao risco, como a apresentação tabular, a análise de sensibilidade e o *Value at Risk* (VaR), esta última nas diferentes metodologias de simulação histórica, de método analítico ou simulação de Monte Carlo, o que obrigava à elaboração de informação previsional (Linsmeier e Pearson 1997).

Vários trabalhos de investigação subsequentes abordaram, na altura, as implicações práticas da aplicação da FFR 48, por exemplo, Rajgopal (1999) analisou a capacidade informativa das divulgações quantificadas no formato tabular e em análise de sensibilidade das empresas produtoras de petróleo e gás e concluiu que qualquer dos formatos de divulgação tinha capacidade de divulgação incremental e específica, revelando informação sobre os riscos de mercado mas que, por isso, não eram métodos alternativos, antes divulgando cada um determinados aspetos do risco, pelo que a FFR 48, ao dar diferentes possibilidades de divulgação, não possibilitava que os utilizadores comparassem facilmente os perfis de risco das diferentes empresas.

Roulstone (1999) comparou as divulgações sobre instrumentos derivados e risco de mercado efetuadas por 25 empresas cotadas antes e depois da aplicação da FFR 48 e concluiu que a maior parte das empresas informava usar os derivados para efeitos de cobertura de risco, sendo predominantemente de taxa de juro e taxa de câmbio, que, relativamente às políticas contabilísticas adotadas, as empresas não davam informação suficiente e precisa, que, relativamente à informação quantificada a maioria divulgava informação nos quatro tipos de risco de mercado, sendo a análise de sensibilidade a metodologia mais adotada, seguida do *value at risk* e do método tabular que, não obstante a sua maior simplicidade, é o que requer maior divulgação de informação proprietária.

Relativamente à informação qualitativa, a maior parte das empresas na amostra referia o risco de taxa de juro como o risco dominante, seguido do risco de taxa de câmbio, sendo genericamente

omissas quanto aos mercados onde operavam. As divulgações sobre as políticas de gestão de risco eram menos abundantes e mais imprecisas e, no conjunto, as divulgações qualitativas dividiam-se pelo MD&A e pelo anexo às demonstrações financeiras.

Comparativamente com a situação existente antes da FFR 48, as empresas passaram a fazer mais divulgações sobre políticas contabilísticas e risco de mercado, embora nem sempre cumprissem com os requisitos de divulgação. Uma vez que os utilizadores da informação poderiam utilizar as divulgações efetuadas para, de forma continuada, poderem avaliar as implicações de alterações nas taxas e preços no valor das empresas seria de esperar uma menor sensibilidade do volume de transações de ações a essas variações das taxas e preços.

Por análise de correlação verificaram uma relação positiva entre a sensibilidade do volume de transações a variações nas taxas e preços antes das divulgações previstas na FFR 48 enquanto essa relação se mostrou negativa após a sua vigência, pelo que, globalmente, concluíram que as divulgações requeridas forneciam informação útil para os utilizadores permitindo-lhes reduzir a incerteza e diversidade de opinião relativamente às implicações de que variações nas taxas de juro, de câmbio e preços das mercadorias poderiam ter no valor das empresas.

Linsmeier e Pearson (1997), partindo do princípio que as divulgações requeridas pela FFR 48 poderiam permitir aos investidores confirmar ou rever as suas expectativas sobre as exposições das empresas a alterações nas taxas de juro, nas taxas de câmbio ou nos preços das mercadorias e que, no caso de permitirem alterar expectativas do mercado, levariam a alterações nas cotações das ações e da sensibilidade desses preços a variações nas taxas ou preços, testaram se as divulgações continham informação útil para os utilizadores.

O FASB (1998) emitiu, posteriormente, a SFAS 133 – *Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities*, introduzindo divulgações adicionais sobre o risco de mercado. Noutros países verificou-se um movimento semelhante na regulação sobre divulgações relativas a instrumentos financeiros e derivados, tendo sido emitida, no Reino Unido, a FRS 13 – *Derivatives and Other Financial Instruments* e o IASB emitiu a IAS 32 – *Financial Instruments - Presentation* (IASB 2003) e a IAS 39 – *Financial Instruments: Recognition and Measurement* para vigorar a partir de 2001 e posteriormente revistas (IASB 2009a).

A referida intensificação do uso de instrumentos financeiros, de instrumentos derivados financeiros e de instrumentos derivados de mercadorias como ferramentas de gestão do risco de

mercado e perdas significativas relacionadas com estes instrumentos, provavelmente devido ao seu uso inadequado, são apontadas como uma das razões que originaram uma acrescida sensibilidade à divulgação dos riscos empresariais em geral (Linsmeier e Pearson 1997; Jorgensen e Kirschenheiter 2003).

Embora no caso dos riscos financeiros associados a instrumentos financeiros e a derivados, talvez por que a quantificação se torna mais viável por recurso a medidas e a estimativas baseadas em probabilidade construídas a partir de séries históricas, a regulação da divulgação tenha sido progressivamente introduzida nas normas de contabilidade, no caso dos restantes riscos não se verificou a mesma tendência.

3.3.4 O colapso de empresas de grande dimensão

A ocorrência de colapsos inesperados de empresas de grande dimensão (por ex. Maxwell; Equitable Life, Enron, WorldCom, Xerox, AIG, Lehman Brothers, Madof), embora seja uma resultante do novo ambiente de negócios mais imprevisível é, normalmente, identificada como uma razão objetiva que desencadeou, também, por parte dos participantes nos mercados e por organismos tanto profissionais, como de regulação e de supervisão, uma maior sensibilidade à temática da gestão e divulgação dos riscos pelas empresas.

A *Polly Peck International*, um dos mais importantes *players* nos vegetais e frutos frescos, com interesses significativos noutros setores de atividade como a eletrónica e os têxteis, após ter registado um crescimento muito rápido desde a década de 80, faliu, em 1990, na sequência de avultados desvios de fundos perpetrados pelo fundador do grupo.

O *Bank of Credit and Commerce International* começou por estar sob investigação desde a década de 80 por suspeita de lavagem de dinheiro e crimes financeiros e relações financeiras com traficantes e grupos terroristas. Em 1991, por ação conjunta de um grande grupo de entidades reguladoras de vários países, nos Estados Unidos e na Europa, foi forçado a encerrar as operações.

A *Maxwell Communications*, um influente grupo de comunicação social, declarou falência, em 1992, após a morte, em 1990, do seu fundador, num acidente de viação. Na origem da falência terão estado o financiamento de avultados investimentos de elevado risco feito por desvio de verbas dos fundos de pensões da *Mirror Group*, uma das empresas do grupo.

A *Enron*, empresa americana que, antes da falência em finais de 2001, era a *leader* mundial da energia elétrica e gás natural, com interesses também noutros setores de atividade como a pasta de papel e o papel, por meio de processos contabilísticos fraudulentos, como o uso de partes relacionadas para ocultar endividamento e prejuízos, e tirando partido intencional da valorização ao justo valor, sobrevalorizou as suas ações, muitas das quais foram transacionadas por quadros da empresa conhecedores dos processos fraudulentos e do valor artificial. Com a queda do valor das ações e a descoberta dos elevados prejuízos ocultos a empresa veio a apresentar falência o que constitui um dos maiores escândalos financeiros de sempre. A empresa de auditoria Arthur Anderson, na altura uma das *big 5*, foi obrigada a dissolver-se por ter colaborado na fraude e ter destruído a documentação relevante relacionada com a Enron.

A *WorldCom*, uma das maiores empresas americanas de telecomunicações, operava principalmente no setor das telecomunicações mas desenvolvia negócios noutras áreas como a borracha e a construção de naval desde 1998, altura em que o setor das telecomunicações começou a experimentar dificuldades. Em 2002 o valor das ações desceu significativamente e a empresa foi solicitada a cobrir a responsabilidade dos financiamentos nas outras atividades que tinham como colaterais ações da WorldCom. A empresa tinha vindo a manter uma aparência de saúde financeira e procurou incrementar o valor das ações através de políticas contabilísticas falsas, como a capitalização de gastos que, corretamente, deveriam ser custeados no ano e lançamentos irregulares o que levou a uma significativa valoração artificial dos seus ativos. Uma vez detetado o escândalo, veio a apresentar falência no ano de 2002.

A *Xerox*, empresa americana de fotocopiadores, foi acusada em 2002, pela SEC, de ter usado, entre 1997 e 2000, políticas contabilísticas erradas para, de forma intencional, defraudar o mercado. As políticas contabilísticas erradas consistiam na contabilização do valor dos contratos de aluguer dos equipamentos como vendas no momento do contrato em vez de ser reconhecido o rédito ao longo do período do contrato, o que levava a apresentar lucros não reais. Embora não tenha determinado a falência, tanto os executivos da empresa como os Auditores KPMG acordaram com a SEC o pagamento de multas de valor significativo.

No rescaldo dos colapsos da *Polly Peck International*, do *Bank of Credit e Commerce International* e da *Maxwell Communications*, intensificou-se o debate sobre as formas de regular o Governo Corporativo e, no Reino Unido, foi publicado, em 1992, o *Cadbury Report* como

resultado do grupo de trabalho criado, em 1991, pelo *Financial Reporting Council*, pela *London Stock Exchange* e por organismos profissionais de contabilidade.

A falência, nos Estados Unidos, em 2001 e 2002, da *Enron* e da *WorldCom*, devidas a anteriores práticas fraudulentas, bem como as irregularidades contabilísticas da *Xerox*, antecederam a aprovação pelo Congresso, em 2002, do *Sarbannes-Oxley Act*.

Quadro 9 – Falências por práticas fraudulentas, irregularidades de grande impacto e respostas institucionais

Data	País	Falências/Irregularidades	Resposta Institucional
1990	UK	Polly Peck International	
1991	UK	Bank of Credit e Commerce International	
1992	UK	Maxwell Communications	Cadbury Report
1999	OCDE		<i>Principles of Corporate Governance</i>
2001	USA	Enron	
2002	USA	Xerox	
2002	USA	WorldCom	Sarbannes-Oxley Act
2004	OCDE		<i>Principles of Corporate Governance - Revised</i>
2004	UE		Action Plan

Fonte: Construção própria

3.3.5 A Gestão do Risco e os Códigos de Governança Corporativa

A incorporação progressiva dos temas relacionados com a gestão do risco no controlo interno das empresas, em conformidade com os requisitos dos diferentes códigos de governança corporativa adotados internacionalmente pelos órgãos reguladores dos mercados, que contemplam um quadro conceptual que integra o controlo interno, a gestão do risco e as divulgações relacionadas (Solomon, Solomon et al. 2000) são também sinalizados como um dos fatores diretamente associado à problemática da divulgação dos riscos empresariais.

3.3.5.1 A Gestão do Risco

As formas de as empresas lidarem com a incerteza, associada tanto às variáveis externas como internas, materializam-se em estratégias de gestão de risco que podem ser efetuadas por via de

seguros e, no caso de fatores de risco financeiros, por via de mecanismos de cobertura de risco através de derivados de mercadorias ou financeiros.

Para outros fatores de risco, alterações na estratégia empresarial podem, igualmente, ser utilizadas como mecanismos de gestão de risco. As respostas estratégicas para mitigar ou gerir o risco derivado da envolvente podem ser de diferentes tipos, tais como:

- De “prevenção” (*avoidance*), que consiste evitar ou adiar projetos que envolvam o risco;
- De “controlo”, que implica ações tendentes a inibir os riscos, como o uso da posição de mercado para evitar novas entradas de concorrentes, ou ações de influência sobre o mercado;
- De “cooperação”, que envolve ligações estratégicas com outras empresas, “imitação”, que pressupõe a opção por seguir os movimentos estratégicos dos leaders de mercado (*follow the leader*);
- De “flexibilidade”, que consiste em reduzir o custo da adaptação da empresa a mudanças da envolvente, por via de incremento da flexibilidade (Miller 1992).

Maingot, Quon et al. (2009) ao examinarem os efeitos da crise financeira de 2007/2009 nas divulgações relacionadas com os sistemas de gestão do risco nas empresas canadianas, referem que as estratégias típicas relatadas se dividiam entre a aceitação e a redução, sendo a estratégia de transferência de risco apenas dominante nos domínios da taxa de câmbio e da taxa de juro, observando-se um *mix* das três estratégias relativamente ao risco operacional.

A inventariação sistemática dos possíveis fatores de risco das empresas torna-se imprescindível para garantir a sua posterior gestão e essa função foi progressivamente incorporada nos sistemas de controlo interno, tradicionalmente mais centrados em assegurar a integridade do património e o cumprimento de procedimentos, que passaram a ser a base dos modernos sistemas de gestão do risco.

O racional da existência de sistemas internos de gestão do risco e das respetivas formas de mitigação localiza-se no âmbito das ações necessárias para atingir os objetivos organizacionais, devendo ser identificados todos os riscos materialmente relevantes que se colocam e desenvolvidos mecanismos de controlo e de mitigação que permitam produzir um risco residual

compatível com um determinado perfil de risco aceite pela organização e, posteriormente, monitorizar o processo procedendo aos ajustamentos que se revelem necessários (Power 2009).

A abordagem ao controlo interno na ótica da gestão do risco é apontada pelo ICAEW (2011) como tendo tido origem, em 1987, nos EUA, no *Report of The National Commission on Fraudulent Financial Reporting* da *The Treadway Commission* (NCFFR 1987), numa iniciativa conjunta de cinco dos principais organismos da profissão de contabilidade na sequência das investigações desenvolvidas nos congressos sobre reporte financeiro fraudulento e da emissão por sete das principais empresas de auditoria americanas de um documento recomendando ao AICPA melhores requisitos de divulgação dos riscos e incertezas, a ser objeto de auditoria.

Esta comissão – *Treadway Commission* –, que ficou conhecida pelo nome do seu presidente, iniciou os trabalhos em 1985, embora o seu primeiro relatório, onde são apresentadas um conjunto de propostas tendentes a prevenir a fraude na informação financeira designadamente as relativas ao reforço dos sistemas de controlo interno e de auditoria interna e a supervisão por comités de auditoria no âmbito dos conselhos de administração, tenha sido emitido apenas em 1987 (NCFFR 1987).

A *Treadway Commission* veio a dar origem ao Committee of Sponsoring Organizations (COSO), uma organização privada que definiu como missão desenvolver orientações relativas ao controlo interno. Na perspetiva do primeiro quadro conceptual do COSO (1992), o controlo interno considerava cinco variáveis fundamentais, designadamente (McMullen, Raghunandan et al. 1996):

- O “ambiente de controlo”, caracterizado pelo conjunto de valores da empresa relativos a ética, a integridade, ao perfil da gestão e à delegação de autoridade;
- A “avaliação do risco”, que pressupõe a definição dos objetivos da organização pois são eles que irão condicionar a forma de gestão desses riscos;
- As “atividades de controlo”, que consistem nas políticas e procedimentos que asseguram que as diretrizes da gestão são cumpridas e que envolvem verificações, autorizações, processos de revisão do desempenho, segurança de ativos e segregação de funções, mecanismos que asseguram serão desenvolvidas as ações necessárias para lidar com os riscos identificados;

- A “informação e comunicação”, que deverá garantir relatórios internos sobre os sistemas operacionais, financeiros e de cumprimento, para além de informação dirigida a entidades externas relativa às respetivas políticas de controlo;
- A “monitorização”, destinada a avaliar a qualidade dos sistemas de controlo ao longo do tempo.

Este quadro conceptual foi mais tarde reformulado (COSO 2004) passando a dar uma maior ênfase à gestão do risco, a qual se instituiu como “filosofia” enquadrante do controlo interno, sistematizando os objetivos empresariais em quatro categorias, que se podem sobrepor, relacionadas com a estratégia (objetivos alinhados com a missão), com as operações (uso dos recursos de forma eficaz e eficiente), com o reporte (fiabilidade do processo de reporte) e com a conformidade (conformidade com os regulamentos e com a lei). São considerados oito elementos no processo de gestão do risco, designadamente:

- O “ambiente interno” ou cultura de risco da empresa, onde são definidos quer a filosofia de risco quer o perfil de risco;
- O processo de “definição de objetivos”, que assegura a existência de mecanismos internos de fixação de objetivos pela empresa;
- A “identificação de acontecimentos”, com possível impacto negativo (riscos) ou positivo (oportunidades) no atingir dos objetivos;
- A “avaliação do risco”, que consiste em determinar a probabilidade e o possível impacto (consequência) dos acontecimentos identificados para determinar a forma como podem ser geridos;
- A “resposta ao risco”, onde se identifiquem as possíveis formas de mitigação, como a prevenção a aceitação, a redução ou partilha, de acordo com o perfil de risco da empresa;
- As “atividades de controlo”, que respeitam à instituição de procedimentos destinados a assegurar que as respostas são adequadamente implementadas;
- A “informação e comunicação”, garantido que a informação relevante para que os intervenientes cumpram com as suas responsabilidades no processo é identificada, produzida e comunicada;

- A “monitorização”, que consiste no desenvolvimento de atividades de rotina ou pontuais, destinadas a garantir o funcionamento do sistema bem como as modificações que sejam aconselháveis.

Os quadros conceptuais de controlo interno e de gestão do risco do COSO assumiram bastante relevo como determinantes da atual tendência dominante de abordagem ao tema e constituíram-se como referência generalizada de boas práticas, embora tenham sido produzidos outros como o da *Casualty Actuarial Society* (CAS 2003). Na medida em que a gestão dos riscos possa ser efetiva no salvaguardar do bom desempenho das empresas a divulgação dos riscos poderia ser benéfica enquanto forma de incentivar os mecanismos internos de gestão do risco (Linsley e Shrivies 2000).

Os sistemas de gestão do risco empresarial não estão isentos de limitações e a sua eficácia não é consensual. Como limitações aponta-se o facto de a gestão do risco envolver juízo que pode ser intencional, a necessidade de avaliar os benefícios e os inconvenientes das repostas aos riscos, a possibilidade de ocorrência de erro humano que pode limitar a eficácia dos sistemas, o facto dos mecanismos de controlo poderem ser ultrapassados por conluio entre diferentes intervenientes e a necessidade da gestão ter capacidades para supervisionar o funcionamento dos sistemas (COSO 2004).

Uma vez que as divulgações sobre os sistemas de gestão do risco são predominantemente focadas em declarações sobre a atitude face aos riscos, das estruturas existentes nas empresas para os detetar e gerir e da descrição de processos informando da iniciativas dos respetivos comités, dificilmente podem informar sobre a eficácia da gestão do risco pois esta depende das capacidades e competências da gestão e isso não é suscetível de divulgação (ICAEW 2011).

Para além do mais, as práticas de gestão do risco podem resultar apenas da conveniência em criar um processo de gestão do risco secundário dos peritos e dos políticos, decorrente da necessidade destes gerirem os seus próprios riscos de reputação e de legitimidade (Power 2004), o que levaria as atuais práticas de gestão do risco, que se desenvolveram a partir de meados da década de 90, a não ser mais do que uma moda e um mecanismo de instituir rituais organizacionais de responsabilização e representações de processos adequados (*due process*) suscetíveis de serem auditadas (Power 2009).

Em todo o caso, a atual relevância da gestão do risco foi um dos fatores que conduziu a uma intensificação progressiva na disponibilização de informação sobre os riscos pelas empresas, ainda que não haja a certeza de que a esse incremento em quantidade tenha correspondido idêntico acréscimo no seu valor para os utilizadores (Baumann e Nier 2004; ICAEW 2011), nem se este acréscimo de informação observada não será mais o resultado da necessidade de as empresas evitarem possível litigância e de os reguladores pretenderem evitar ser criticados (ICAEW 2011).

3.3.5.2 Os Códigos de Governação Corporativa

A crise bolsista americana de 1929 desencadeou muita análise económica sobre as suas possíveis causas e está na origem, pelo menos como razão imediata, da subsequente formulação da teoria da agência, inicialmente por Berle e Means (1932), retomada por Coase (1937) e, mais tarde, desenvolvida por Jensen e Meckling (1976), Fama (1980) e Fama e Jensen (1983).

A teoria da agência, assente na perceção da empresa como uma rede de relações contratuais resultantes da separação entre a propriedade e a gestão, fornece o referente conceptual para a reconsideração das ações a desenvolver no sentido de proteger os interesses dos acionistas e dos restantes *stakeholders*, sobretudo em economias em que as empresas são financiadas predominantemente por via das bolsas de valores com implicações na “forma como as empresas são geridas e controladas”(Cadbury-Committee 1992) e na qualidade e transparência da informação financeira disponibilizada. Em última análise, o Governo Corporativo (*Corporate Governance*) trata das formas disponíveis para que os fornecedores de capital às empresas assegurem a existência do retorno do seu investimento (Shleifer e Vishny 1997).

A limitação das consequências que decorrem do problema de agência – os custos de agência – pode ser feita através de dois tipos de mecanismos disciplinadores, uns que resultam de aspetos exteriores às empresas – mecanismos disciplinadores externos – e outros que podem ser condicionados internamente – mecanismos disciplinadores internos.

Entre os primeiros, encontra-se a ameaça de *takeover*, o nível de competição produto – mercado, o mercado de trabalho dos gestores e o seu controlo recíproco, os analistas financeiros, a envolvente legal e a reputação.

Entre os segundos, encontra-se a existência de grandes acionistas institucionais, a forma de composição dos conselhos de administração, o nível de participação dos gestores no capital, os planos de compensação, a política de endividamento e a política de dividendos.

Mecanismos Disciplinadores Externos:

A Ameaça de *Takeover*

O facto de os gestores poderem ser inefficientes ou não atuarem no interesse dos acionistas pode originar uma quebra no valor de mercado da empresa que motive uma oferta de aquisição a um preço baixo, para, após uma recuperação, se efetuar de novo a venda, agora com mais-valia. Nesta situação, os gestores veriam comprometidos os seus empregos, logo seriam induzidos a manter um desempenho que, ao evitar o *takeover*, promova o alinhamento dos seus interesses com os dos acionistas e evite ações discricionárias dos gestores em seu próprio benefício. A eficácia deste mecanismo é limitada pelo facto dos custos associados ao *takeover* serem altos, o que apenas o torna possível em situações de expectativa de elevadas mais-valias, permitindo aos gestores adotar procedimentos discricionários, pelo menos até ao limite da situação de possível *takeover*.

A Concorrência ao Nível do Produto – Mercado

Numa empresa a operar no mercado com produtos sujeitos a grande concorrência, a margem de discricionariedade dos gestores para agirem em seu favor em prejuízo do interesse dos acionistas tende a ser menor do que em situações de monopólio ou de fraca concorrência.

Mercado de Trabalho dos Gestores e Controlo Recíproco

O facto de o mercado de trabalho dos gestores premiar aqueles que obtêm melhores desempenhos medidos pelo desempenho global da empresa, funciona com estímulo a ações dos gestores alinhadas com o interesse da empresa e desincentiva atuações discricionárias, podendo, portanto, constituir uma forma de limitar o problema de agência. Adicionalmente, o facto de o desempenho e consequente retribuição dos diferentes gestores de uma empresa, nos diferentes níveis hierárquicos, serem interdependentes, leva

a que cada um deles exerça vigilância sobre os restantes, podendo este comportamento constituir também uma forma de limitar a discricionariedade.

Analistas Financeiros

Os analistas financeiros das grandes casas de investimento e de entidades de *rating* e *scoring* são entidades especializadas na avaliação do desempenho das empresas e os seus relatórios ao serem publicados exercem uma ação disciplinadora sobre os gestores. Contudo, este mecanismo é de maior aplicação a empresas com grande dispersão de capital comparadas com outras onde a propriedade se encontre mais concentrada, uma vez que é nos primeiros casos que incide com maior intensidade a ação dos analistas financeiros. Em sentido contrário, há indicações de que os gestores são tentados a manipular os resultados com o objetivo de cumprir com as expectativas traçadas para as empresas pelos analistas financeiros, na medida em que o seu desempenho possa ser avaliado pela conformidade dos resultados da empresa com as expectativas do mercado, balizadas pelas opiniões desses analistas.

Ambiente Legal

O conjunto de normas imperativas ou prescritivas, existentes num determinado estado ou país constitui um importante mecanismo disciplinador das consequências do problema de agência. Estas normas podem ser de diferente natureza, atuando sobre outros mecanismos disciplinadores, externos ou internos, como, por exemplo, a legislação existente em alguns estados tendente a limitar as OPA's hostis, que limita a ameaça de *takeover* e legislação sobre dividendos ou proteção de acionistas minoritários. Em especial, ganha relevo nos dias de hoje a legislação sobre a Governança Empresarial ao nível do funcionamento dos conselhos de administração, designadamente quanto ao seu funcionamento, segregação de funções, constituição, existência de administradores independentes e comités de auditoria bem como a legislação sobre relato financeiro e responsabilidades dos auditores.

Reputação

A necessidade de os gestores concorrerem entre si, salvaguardando a sua reputação profissional pode funcionar, igualmente, como mecanismo que tenda a alinhar os seus interesses com os dos acionistas.

Mecanismos Disciplinadores Internos

Concentração do Capital e Investidores Institucionais

A concentração da propriedade é um dos mecanismos reconhecido como de maior impacto no tipo de governo societário existente numa empresa, sendo predominante nas empresas europeias e continentais, ao contrário do que se verifica nos países de origem anglo-saxónica, onde o sistema de governo societário assenta mais na proteção legal aos investidores (Graff 2006).

A tendência geral é a de quanto maior for a concentração do capital, maior será a apetência dos acionistas para controlarem a atividade da gestão, logo, menor será a probabilidade de os gestores adotarem comportamentos discricionários e maior será o interesse em aumentar o desempenho da empresa na eminência de um *takeover*, com vista à sua inviabilização ou à obtenção de maiores ganhos. Contudo, a existência de grandes blocos de controlo pode levar a que esse bloco de acionistas influencie a gestão em benefício dos seus interesses específicos em prejuízo dos interesses de outros acionistas e mitigando a informação disponibilizada ao mercado.

Os investidores institucionais, como fundos de pensões e de investimento, muito embora representem blocos concentrados de participações sociais, não apresentam grande incentivo ao controlo da gestão, preferindo, normalmente alienar as suas posições numa atuação de dispersão do risco dos seus investidores.

Conselho de Administração

A composição e funcionamento do Conselho de Administração são mecanismos de grande impacto na limitação da discricionariedade da gestão. As funções atribuídas a este órgão são as de ratificação das decisões da gestão (comissão executiva) e a monitorização

do desempenho da gestão, sendo que a presença de administradores independentes pode reduzir a possibilidade de entendimentos entre administradores no sentido de tomada de decisões discricionárias (Fama e Jensen 1983). A questão do controlo sobre este tipo de administradores coloca-se na medida em que se pode questionar a sua efetiva independência ao serem recrutados pelo conselho de administração. No entanto, a tese dominante é a de que eles são controlados pelo seu mercado de trabalho particular (de administradores independentes) onde tendem a ser valorizados e pagos pela sua real independência.

Participação dos Gestores no Capital

Quanto maior for a participação dos gestores no capital, menor será a sua apetência para desenvolverem práticas antagónicas com os interesses dos acionistas dos quais eles fazem parte, diminuindo a propensão ao menor empenho e diluindo o problema da diferença de horizontes temporais. Os MBO são situações específicas de controlo das empresas por administradores e parece identificar-se uma correlação positiva entre estes e os resultados.

Contudo, quando esta participação atinge níveis significativos, coloca os gestores a salvo de quaisquer outros mecanismos disciplinadores, em prejuízo de acionistas minoritários e restantes *stakeholders*.

Formas de Compensação

O tipo e o montante das compensações dos gestores em função dos resultados surgem, de forma intuitiva, como um mecanismo de alinhamento de interesses. Contudo, a evidência relatada na literatura a este propósito mostra fraca relação entre pagamento e desempenho, estando o pagamento mais correlacionado com a dimensão dos ativos.

Política de Endividamento

O financiamento dos ativos por capitais alheios em percentagens significativas, ao reduzir o montante do capital social, permite uma forte participação dos gestores e, portanto, permite o alinhamento de interesses. Ao mesmo tempo, cria obrigações perante os financiadores que desincentivam desempenhos pobres, na eminência de pedidos de falência das empresas por falta de cumprimento das obrigações financeiras e aumentam a

exposição da empresa a controles por parte desses financiadores. O inconveniente pode emergir quando a percentagem de capital externo for significativa pois, nestas situações, os financiadores podem preferir incorrer em ações de reestruturação em alternativa à falência, reduzindo, assim, o potencial deste mecanismo para desincentivar ações discricionárias.

Política de Dividendos

A existência de uma política de distribuição de dividendos alta, contribui para uma maior exposição das empresas nos mercados de capitais e, deste modo, aumenta a sua probabilidade de ser observada quer por analistas financeiros, quer pelas entidades reguladoras dos mercados, procedimentos que contribuem para alinhar o comportamento dos gestores.

Em resumo, as características do governo societário de uma empresa concreta dependem de um conjunto de fatores que caracterizam a sua envolvente, e de um conjunto de opções que podem ser influenciadas pelos acionistas, não sendo nenhum dos mecanismos antes referidos, por si só, suficiente para eliminar os designados custos de agência. São as combinações, possíveis em cada momento, de diferentes mecanismos que condicionam o governo societário.

De entre estes mecanismos, como se referiu, tem tido particular relevo o ambiente legal, considerando que os estados e as respetivas entidades reguladoras dos mercados se sentiram na necessidade de reforçar os aspetos reguladores face à proliferação de escândalos financeiros a que se assistiu nos últimos anos. Como também se observou, uma das formas de ação que o ambiente legal proporciona é o condicionamento de outros mecanismos disciplinadores, como sejam o conselho de administração e a transparência da informação financeira, que deve ser útil à tomada de decisões por parte de todos os interessados nas empresas.

A globalização das economias e o relevo dos mercados de capitais, quer como fonte de financiamento para as empresas, quer como destino de aplicação de poupanças de cada vez maiores fatias da população mundial, fazem da confiança do investidor nos mercados um dos temas de maior acuidade e justificam o interesse que o assunto tem vindo a merecer, quer por parte dos estados, quer por parte de organizações multilaterais, por via da regulação e da legislação.

As primeiras iniciativas de regulação podem localizar-se no trabalho do *American Law Institute* a partir de finais da década de 70, embora o seu resultado só fosse visível em 1994, com a publicação dos *Principles of Corporate Governance* (Lídia, Lúcia Lima et al. 2006).

É na sequência dos escândalos financeiros do grupo de comunicação *Maxwell* que surge no Reino Unido, em 1992, o *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance* (Cadbury-Committee 1992) do qual faz parte um Código de Boas Práticas, conhecido por *Cadbury Report*. Ainda no Reino Unido, é publicado o Combined Code, em 1998 e, posteriormente, o Turnbull Report, em 1999.

A OCDE publica, pela primeira vez, os *Principles of Corporate Governance* em 1999, na sequência da crise asiática, reconhecendo a necessidade de criar um quadro diretor das normas a adotar pelos diferentes estados membros, de carácter geral, para poder responder à diversidade de culturas legais e empresariais. Estes princípios foram posteriormente revistos em 2004 (OECD 2004).

De certo modo, é a partir da publicação dos princípios da OCDE que se assiste à grande proliferação das regulações a nível dos estados, de que são testemunho a revisão inglesa do “*Combined Code on Corporate Governance*”, a aprovação, nos Estados Unidos da América, do “*Sarbanes-Oxley Act*”, a revisão, em 2004, dos “*OECD Principles of Corporate Governance*” e o “*Action Plan*” da Comissão Europeia, que veio, depois, permitir a revisão e adoção pelos diferentes estados membros de novos códigos de conduta.

Esta tendência reguladora seguiu dois caminhos diferentes, no que respeita ao seu carácter mais ou menos impositivo e que parece levar à inversão dos padrões dominantes em cada uma das culturas em causa.

Nos Estados Unidos, onde tradicionalmente existe uma forte cultura de autoregulação pelas entidades profissionais e empresariais, a forte dependência da economia e da credibilidade dos mercados, conduziu a uma inversão dessa tendência e à consequente adoção, em 2002, pela SEC, do *Sarbanes-Oxley Act*, que prevê, com carácter obrigatório, o cumprimento de um elevado e minucioso número de preceitos que passam pelos requisitos para a elaboração e aprovação das Demonstrações Financeiras, pela aprovação dos documentos de prestação de contas tanto pelo CEO como pelo CFO, por normas rígidas relativamente à independência administradores, por

reuniões periódicas separadas de administradores não executivos, pela composição e funcionamento da comissão de auditoria, pela aprovação obrigatória de normas internas de Governo Corporativo, pela aprovação de códigos ética, independência e incompatibilidades dos auditores e pela produção de alertas internos.

Ao contrário, na Europa, tradicionalmente de cultura reguladora, veio a assistir-se, inicialmente por influência inglesa e posteriormente por influência dos princípios da OCDE, a uma tendência de regulação, compreendida naquilo que se designa por *SoftLaw*, que consiste na definição de princípios e regras de boas práticas de Governo Corporativo emitidos por organismos governamentais ou públicos, prescrevendo para as empresas cotadas o princípio essencial da transparência e da divulgação, segundo o qual as empresas devem adotar ou explicar os motivos da não adoção (*comply or explain*).

A União Europeia (UE) tinha, oportunamente, encomendado um estudo comparativo dos principais códigos de governo corporativo existentes na Europa, que foi concluído em Março 2002 e que, resumidamente, apontava para uma grande semelhança e convergência. Reconhecendo que os princípios comuns se encontram já nos princípios da OCDE, a UE não recomenda a criação de um código à escala europeia (Diez 2004; Silva 2004), propondo, antes, medidas com vista a facilitar o voto transfronteiriço e a reduzir as barreiras de informação.

Por outro lado, a Comissão tinha criado um grupo de peritos presididos por *Jaap Winter* para propor regras sobre *takeovers* e modernização do direito das sociedades. Os trabalhos deste grupo coincidiram com os escândalos financeiros da *Enron*, nos Estados Unidos, e foi nessa sequência que foi alargado o seu âmbito para contemplar os temas de governo corporativo e de auditoria, incluindo o papel dos administradores não executivos, das comissões de auditoria, das comissões de remunerações e das responsabilidades dos gestores na preparação das demonstrações financeiras.

O resultado do trabalho deste grupo ficou conhecido pelo relatório Winter II e veio a ser integrado no *Action Plan* da Comissão Europeia (EU 2011). Na sequência da publicação do *Action Plan*, vários estados membros procederam à revisão dos seus códigos de Governo Corporativo à luz dos princípios orientadores da OCDE adotados pela União Europeia e das necessidades dos seus mercados. Nem sempre os caminhos seguidos se têm mostrado uniformes,

havendo situações em que essas revisões revestiram já a forma impositiva adotada pelos Estados Unidos, como foi o caso do Relatório Aldama, em Espanha, precursor do atual *Código Unificado de Buen Gobierno* emitido pela *Comisión Nacional del Mercado de Valores*.

3.3.5.3 A Gestão do Risco como componente dos Códigos de Governação Corporativa

A gestão do risco é uma das preocupações abordadas nos códigos de governação corporativa. Sendo eficaz, a gestão do risco resulta essencial na maximização do valor dos acionistas uma vez que visa maximizar a rendibilidade ao mesmo tempo que procura reduzir a possibilidade de insucesso financeiro (Solomon, Solomon et al. 2000).

Os mecanismos de governação corporativa resultantes dos mecanismos de mercado foram complementados com novos conceitos de desenhos de estruturas organizacionais internas (Power 2004) e incorporados nos novos códigos de governação corporativa que passaram, assim, a contemplar sistemas de gestão do risco e a requerer a sua divulgação. A necessidade de encontrar respostas institucionais para sucessivos escândalos financeiros e empresariais levou à progressiva exigência de maior transparência e responsabilização o que implicou tornar a gestão dos riscos auditáveis. Sendo os riscos, em si mesmos, impossíveis de auditar, tal só se torna possível através dos sistemas organizacionais internos de controlo pelos quais os riscos são representados (Power 2004) o que justifica a progressiva relevância que os sistemas de gestão do risco ganharam na governação corporativa.

Em resultado dos conflitos de agência (Jensen e Meckling 1976), os gestores teriam incentivos a afetar recursos a mecanismos de monitorização com o objetivo de reduzir as perdas de eficiência deles resultantes, uma vez que, na ausência desses mecanismos, os investidores e acionistas interpretaram que os seus interesses divergem dos da gestão.

Na ausência de divulgação de informação sobre os processos de gestão do risco, os acionistas não conseguem avaliar a dimensão e a qualidade desses processos e, no sentido de reduzir as perdas de eficiência dos conflitos de informação e agência, os gestores teriam incentivos a fazer divulgações voluntárias sobre a qualidade dos referidos processos de controlo interno e gestão do risco. Um outro benefício da divulgação de informação sobre o controlo interno e gestão do risco prende-se com a redução do risco de informação (*information risk*), aumentando a garantia de que a informação existe e reduzindo a possibilidade de serem dadas informações incorretas (Deumes e Knechel 2008).

Dadas as dificuldades em obter relatórios de auditoria externa sobre os mecanismos de gestão do risco, outras formas de incrementar a credibilidade da informação é por via da existência de mecanismos de *corporate governance*, como os comités de auditoria e administradores independentes (Deumes e Knechel 2008). Já no *Cadbury Report* era prevista a divulgação de informação relacionada com os riscos como parte da agenda de governação corporativa (Solomon, Solomon et al. 2000; Deumes e Knechel 2008) e no *Combined Code*, resultante do relatório do *Hampel Committee*, constavam sugestões para a divulgação pública de aspetos do controlo interno, estipulando-se que os administradores deveriam levar a cabo uma revisão da eficácia dos sistemas de controlo interno, devendo desse facto informar os acionistas. No *Turnbull Report* aprofundou-se o âmbito da abordagem ao controlo interno e gestão do risco passando a referir-se a intervenção e responsabilidade dos administradores em todas as fases do sistema, desde a identificação dos riscos, à estimativa do seu impacto, à definição das estratégias de mitigação e sua implementação, a divulgação dessas estratégias e à avaliação do retorno por parte dos acionistas. Nesta perspetiva, Solomon, Solomon et al. (2000) consideram que o *Turnbull Report* passou a tornar explícito, no Reino Unido, um quadro conceptual de controlo interno e gestão do risco, que até aí era apenas implícito, muito idêntico ao praticado nos Estados Unidos (COSO 1992). No que à divulgação pública diz respeito, o *Turnbull Report* referia que, no mínimo, deveria ser divulgada a existência de um processo continuado de identificação, avaliação e gestão dos riscos mais significativos para a empresa, bem como dos processos usados para rever a eficácia do sistema (Solomon, Solomon et al. 2000).

O “*Sarbanes-Oxley Act*”, aprovado nos EUA, em 2002, na sequência de falências de empresas de grande dimensão devidas a relato financeiro fraudulento e a fragilidades dos modelos de governo corporativo, veio tornar obrigatório para as empresas cotadas, entre outros procedimentos, a emissão de relatórios auditados sobre a qualidade do controlo interno relativo ao reporte financeiro, numa abordagem menos ampla, no que se refere às tipologias de risco, do que a que vigorava nos modelos de gestão do risco anteriores (Deumes e Knechel 2008).

Em síntese, os aspetos relativos à gestão dos riscos que passaram a constar dos códigos de governação corporativa são, em geral, da obrigação de as empresas desenvolverem processos internos de gestão dos riscos, das responsabilidades dos órgãos próprios da Administração de

supervisionarem os processos internos de gestão do risco e da obrigação de divulgar a existência e a adequabilidade desses processos e da forma como os riscos são geridos.

Existe uma tendência para este tipo de divulgações ser sujeito a parecer de auditoria, como é já o caso da Alemanha, desde 1998 (Dobler 2003), e passou a ser requerido nos Estados Unidos com o Sarbannes-Oxley, em 2002. Na Alemanha, a intervenção do auditor é no sentido de avaliar se o conselho de administração tomou as medidas necessárias à implementação de um sistema de deteção dos riscos, se essas medidas são adequadas e se o sistema de monitorização é adequado para o fim a que se propõe mas, porque o resultado da auditoria é publicado numa parte autónoma do relatório de auditoria, não afeta a opinião do auditor (Dobler 2003).

Estas divulgações têm características específicas e o seu conteúdo está circunscrito, como já se referiu, a questões de adequação e de conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão do risco, pelo que, dificilmente, produzirão informação detalhada sobre riscos empresariais nos termos em que esta tem sido defendida nos fóruns relativos à divulgação de informação corporativa. São divulgações destinadas a melhorar e reforçar a garantia da existência de sistemas de gestão de risco adequados (*information endowment*) e, nessa perspetiva, confeririam credibilidade à informação específica sobre os riscos que as empresas divulgassem mas, mesmo quanto a essa função de garantia, subsiste sempre alguma incerteza (Dobler 2005). Adicionalmente, teremos também de considerar a possibilidade de serem, sobretudo, o resultado duma necessidade de auto legitimação dos reguladores num exercício de proteção do seu risco secundário (Power 2004; 2009).

Muito embora se assista, muitas vezes, a divulgações misturadas dos dois tipos de informação (ICAEW 2011), a necessidade de informação específica sobre os riscos que cada empresa enfrenta foi assinalada num trabalho conduzido por inquérito junto de investidores institucionais (Solomon, Solomon et al. 2000) em que os inquiridos manifestaram a necessidade de dispor de informação mais detalhada e relevante (Linsley e Shrives 2006) para além da que é fornecida no âmbito da gestão do risco.

Abraham, Marston et al. (2012), num estudo em que inquiriram analistas financeiros sobre as fontes de informação, o impacto das iniciativas da regulação e os tipos informação sobre os riscos, concluíram que as divulgações relacionadas com o controlo interno na sequência da

implementação do *Combined Code*, no Reino Unido, parece ter pouco impacto nos analistas financeiros sendo estes céticos quanto ao seu valor.

As divulgações sobre riscos empresariais, cuja necessidade tem sido objeto da atenção dos académicos (Cea García 1992; Schrand e Elliot 1998; Solomon, Solomon et al. 2000; Linsley e Shrives 2006), dos organismos profissionais (Hodgkinson, Anderson et al. 1997; Schrand e Elliot 1998) e dos utilizadores da informação, requer outro tipo de características, pelo que dificilmente as divulgações relativas aos sistemas de gestão de risco previstas nos códigos de governação corporativa, por si só, permitirão aos utilizadores da informação aceder ao perfil de risco das empresas.

3.3.6 A Regulação do Sector Financeiro

O setor financeiro, onde a atividade das empresas consiste essencialmente em tomar risco, é particularmente sensível às questões da transparência e da divulgação de informação. O Comité de Basileia, constituído em finais de 1974 pelos governadores dos bancos centrais de dez países, embora não tenha qualquer capacidade legal de supervisão, emite orientações gerais, normas de supervisão e recomendações de boas práticas com o objetivo de poderem ser incorporadas nos normativos nacionais. Em 1988, introduziu um sistema de medida do capital, que ficou conhecido por Acordo de Basileia, e que previa a implementação de um quadro conceptual para medir o risco de crédito.

Em 1998, emitiu o relatório - *Enhancing Bank Transparency* – em que se discutia o papel das divulgações na promoção da segurança e da solidez do sistema bancário, o papel das entidades de supervisão no assegurar da transparência, bem como as respetivas necessidades de informação e as características qualitativas de uma informação transparente. Fazia ainda recomendações sobre a informação a divulgar para aumentar a transparência, entre as quais se destacam as referentes às estratégias e práticas de gestão do risco e as referentes às exposições ao risco, incluindo risco de crédito, risco de mercado, risco de liquidez, risco operacional, risco legal e outros riscos (BCBS 1998). Este documento é apontado por Linsley e Shrives (2005b) como estando na origem do debate sobre a divulgação dos riscos, em especial no setor financeiro.

Em 1999, o mesmo Comité de Basileia publicou a nova proposta para a adequação do capital dos bancos, que viria a ser vertida, em 2004 e após consulta pública, no acordo de Basileia II que

incorpora três pilares, sendo o primeiro referente às exigências mínimas de capital, o segundo referente à supervisão dos processos de avaliação interna dos riscos e de requisitos de capital e, finalmente, o terceiro referente ao uso da divulgação de informação como mecanismo de fortalecimento da disciplina de mercado (BCBS 2006). No que se refere à divulgação dos riscos o Pilar III de Basileia II recomendava divulgações sobre a avaliação e a exposição aos riscos, designadamente de crédito, de mercado, operacional, de capital e de taxa de juro, devendo ser feitas, em separado para cada tipo, divulgações sobre os objetivos e as políticas de gestão do risco. Requerendo um quadro conceptual standardizado para as divulgações relacionadas com os riscos esperava-se poder facilitar a comparabilidade entre bancos, reforçar a transparência e reforçar a disciplina de mercado, embora a generalidade das divulgações tivesse uma orientação pouco direcionada para o futuro o que, favorecendo embora a fiabilidade, compromete a sua relevância (Linsley e Shrives 2005b).

Os quadros conceptuais de divulgação de informação sobre os riscos do Comité de Basileia, designadamente os constantes do relatório *Enhancing Bank Transparency* e o Pilar III a que nos referimos, embora num tipo de atividade específica, foram um dos fatores que contribuíram para o relevo que a divulgação dos riscos tem verificado.

3.3.7 Síntese

Uma maior necessidade de informação sobre os riscos surgiu a partir de finais da década de 80, após transformações significativas no ambiente de negócios em que as empresas passaram a operar, em resultado das insuficiências apontadas ao relato financeiro tradicional para lidar com esta nova realidade e da ocorrência de numerosos casos de falência de empresas de dimensão significativa por insuficiência de divulgação de informação ou de reporte fraudulento.

A intensificação que se observou no uso de produtos derivados para efeitos de cobertura de risco levou a novas normas de reporte financeiro para contemplar os critérios de contabilização dos produtos financeiros e divulgações sobre a dimensão da exposição ao risco financeiro que tem um impacto direto sobre os *cash flows* esperados das empresas e levou os reguladores a ter necessidade de intervir para garantir divulgação adequada da exposição aos riscos financeiros.

O setor financeiro, pela importância central que tem no funcionamento da economia, cuja atividade consiste, na essência, em assumir risco, foi objeto de regulação específica destinada a garantir níveis de transparência adequados.

O incremento de melhores práticas de governo corporativo e a relevância que, neste âmbito, os sistemas de controlo interno e de gestão do risco passaram a ter, levaram a exigências de divulgação relacionadas com os riscos muito embora essa informação seja limitada à informação sobre a existência e eficácia dos sistemas de gestão do risco.

Todas estas ocorrências, que emergiram e se desenvolveram de forma simultânea, são, porventura, caracterizadoras e consequência de uma nova realidade em que a necessidade da avaliação e dos riscos se intensificou levando a repensar a forma como a informação corporativa deverá incorporar a divulgação dos riscos que as empresas enfrentam, e não apenas os riscos financeiros, no sentido de assegurar a sua utilidade para os utilizadores da informação.

Pelo que se descreveu, pode localizar-se o acentuar desta tendência desde finais da década de 80, com um grande incremento durante toda a década de 90, conforme se pode testemunhar pela cronologia de alguns dos momentos e acontecimentos relevantes relacionados com a divulgação dos riscos empresariais constante do Quadro 10.

Quadro 10 – Procura de informação sobre riscos empresariais nas décadas de 1980 e 1990

Ano	Organismo/País	Acontecimento
1980	SEC/USA	Reformulação das regras para elaboração do <i>management discussion e analysis</i> (MD&A)
1986	USA	<i>The Future Relevance, Reliability, e Credibility of Financial Information</i> Recomendação à AICPA solicitando melhores divulgações de riscos e incertezas, que deveriam ser auditadas.
1987	AICPA/USA	<i>Report of the task Force on Risk e Uncertainties</i>
1987	Treadway Commission/USA	<i>Report of The National Commission on Fraudulent Financial Reporting</i>
1988	CICA/Canadá	<i>Approaches to Dealing with Risk e Uncertainty</i>
1992	UK	<i>Cadbury Report</i>
1993	ASB/UK	<i>Operating e Financial Review</i>
1994	AICPA/USA	<i>The Jenkins Report – Improving Business Reporting – A Costumer Focus</i>
1994	AICPA/USA	<i>AcSEC– 94-6 Statement of Position.</i>
1994	FASB/USA	<i>SFAS 119 Disclosures about Derivative Financial Instruments e Fair Value of Financial Instruments</i>
1997	SEC/USA	<i>Financial Reporting Release (FRR) 48 – Disclosure of Accounting Policies for Derivative Financial Instruments</i>
1997	ICAEW/UK	<i>Financial Reporting of Risk: Proposals for a Statement of Business Risk</i>
1998	Basle Committee	<i>Enhancing Bank Transparency</i>
1998	FASB/USA	<i>SFAS 133 Accounting for Derivative Instruments e Hedging Activities</i>
1998	UK	<i>The Combined Code</i>
1998	Alemanha	<i>Law of Corporate Control e Transparency</i>
1999	ICAEW/UK	<i>The Turnbull Report</i>
1999	OECD	<i>OECD Principles of Corporate Governance</i>
2002	USA	<i>Sarbanes-Oxley Act (SOX)</i>

Fonte: Construção própria

3.4 A pertinência de divulgar os riscos

O principal objetivo da informação financeira é ser útil para os utilizadores tomarem as decisões financeiras certas relacionadas com as empresas e, nos termos dos modelos de decisão da teoria financeira, os utilizadores necessitam de avaliar tanto a rendibilidade como o risco (Cea García 1992; 1995).

Uma vez que o risco está presente em todos os aspetos da atividade, desde há muito que as empresas, internamente, dedicam atenção e desenvolvem esforços visando a sua gestão. Atendendo à cada vez maior complexidade dos negócios e à crescente importância que ganham novos riscos e incertezas resultantes da nova economia baseada no conhecimento, o tema da gestão dos riscos e das divulgações com ele relacionadas tem sido, ultimamente, objeto de maior atenção numa perspectiva externa. Porém, o atual modelo de reporte financeiro não proporciona aos utilizadores informação adequada sobre os riscos que as empresas enfrentam e que podem afetar a obtenção dos resultados futuros (Cea García 1992; Tirado e Cabedo 2004).

As divulgações sobre os processos de gestão do risco, enquadradas nas práticas de governação corporativa, dão a conhecer as capacidades da gestão para enfrentar a volatilidade do mercado e a incerteza do negócio bem como o seu impacto no valor da empresa e no crescimento (Tirado e Cabedo 2004). Sistemas internos de gestão do risco eficazes podem permitir controlar a exposição, minimizar os efeitos dos riscos negativos e tirar vantagem das oportunidades potenciais, mas os investidores devem ter acesso a informação que lhes permita identificar as empresas capazes de o fazer (Lajili e Zéghal 2005). Essa informação deverá ter características que permitam aos utilizadores aceder ao perfil de risco das empresas.

A informação relacionada com os riscos empresariais é um dos domínios sobre que incide a informação corporativa e, nessa medida, as questões relativas à sua divulgação são enquadráveis na temática geral da divulgação. No entanto, considerando as especificidades que lhe estão associadas, designadamente quanto à ambiguidade do conceito, quanto à dificuldade de encontrar métricas razoáveis para os riscos não financeiros, quanto à natureza subjetiva da sua identificação, quanto à sua orientação temporal e quanto ao conteúdo da própria informação, é pertinente tentar localizar uma argumentação, dirigida particularmente à informação sobre os diferentes tipos de riscos empresariais que, conceptualmente, justifique a sua divulgação,

identificando as vantagens e os incentivos à sua divulgação voluntária e que razões justificam a intervenção da regulação.

3.4.1 Vantagens na divulgação dos riscos

Os benefícios resultantes da divulgação dos riscos devem ser analisados tanto na perspetiva das empresas, individualmente consideradas, como na perspetiva, mais alargada, das vantagens para os acionistas, investidores potenciais e mercado em geral.

3.4.1.1 Vantagem para as empresas

No domínio das vantagens para as empresas, o benefício económico mais comumente referido é o da presumível redução do custo do capital (Hodgkinson, Anderson et al. 1997; BCBS 1998; Schrand e Elliot 1998; ICAEW 1999; Linsley e Shrives 2000; Solomon, Solomon et al. 2000; Linsley e Shrives 2005b; 2006; Deumes 2008; Deumes e Knechel 2008; ICAEW 2011).

O custo médio ponderado do capital é uma variável fundamental na determinação do valor das empresas e dos projetos (na maior parte dos modelos recentes de avaliação como o *Economic Value Added* e os *Free Cash Flows* Descontados, serve de comparação às rendibilidades operacionais para determinação do valor (Copeland, Koller et al. 1994)), logo uma questão crítica para a criação de valor é a obtenção de capital, quer próprio quer alheio, nas melhores condições de custo.

Da moderna teoria das carteiras (Markowitz 1952) decorre que os investidores, adversos ao risco, exigirão retornos superiores de investimentos com maior risco, no que se refere aos capitais próprios, o mesmo se passando com o capital alheio, uma vez que os financiadores, igualmente, exigirão remunerações acrescidas em função da perceção de maior risco. Na ausência de conhecimento sobre os riscos a que as empresas estão sujeitas os fornecedores de capital irão requerer um prémio adicional, relativamente ao mercado ou ao setor de atividade, que cubra a incerteza. A divulgação de informação sobre os riscos, ao eliminar essa incerteza e ao reduzir as assimetrias de informação, levaria a um custo do capital que não incluiria esse prémio e que seria, logicamente, mais baixo (Botosan 1997; Hodgkinson, Anderson et al. 1997; Healy e Palepu 2001), conduzindo a que as empresas tivessem um forte incentivo para a sua divulgação voluntária (Deumes e Knechel 2008).

Uma outra vantagem, na perspectiva das empresas, seria o facto de a divulgação induzir melhores práticas de gestão do risco (Hodgkinson, Anderson et al. 1997; Linsley e Shrivies 2000; ICAEW 2002; Jorgensen e Kirschenheiter 2003; Linsley e Shrivies 2006; ICAEW 2011) uma vez que para fazer a divulgação é necessária a avaliação da forma como os riscos se refletem nas empresas e os gestores seriam, por isso, encorajados a melhorar as formas internas de gestão do risco o que, em última análise, resultaria também na melhor gestão dos negócios e na obtenção de melhores resultados. Os gestores poderiam ser levados a divulgar os riscos para demonstrar terem processos de gestão do risco em linha com a concorrência, para centrar a atenção dos gestores na gestão do risco e para permitir aos acionistas monitorar as práticas de gestão do risco.

Se as duas vantagens anteriores, a verificarem-se, têm efeitos económicos directos, podem existir outras cujas consequências positivas, embora não percecionáveis imediatamente, resultam de incentivos dos gestores enquadráveis em diferentes teorias sobre a divulgação voluntária (Linsley e Shrivies 2000; Abraham, Marston et al. 2012).

No âmbito da teoria da agência (Jensen e Meckling 1976) considera-se que os custos de agência, os resultantes das ações desenvolvidas pelo “principal” para monitorizar o “agente”, determinados pelas assimetrias de informação, podem ser minorados pela divulgação voluntária por parte dos gestores que, desta forma, evitam as ações de controlo por parte dos acionistas.

A teoria positiva da contabilidade (Watts e Zimmerman 1986; 1990) incorpora, para além dos custos de agência, outros custos contratuais como os de informação, de renegociação, de transação e de falência, que são vitais para explicar as escolhas contabilísticas e de divulgação das empresas. Sendo a informação sobre os riscos de vital importância para os acionistas, os gestores teriam interesse em fazer a sua divulgação para evitar custos de monitorização e de outras relações contratuais.

A teoria do custo político, suportada na teoria positiva da contabilidade (Watts e Zimmerman 1986), fornece argumentos para considerar que determinadas empresas, como as de maior dimensão e as que apresentam maiores lucros, suscitam mais atenção por parte dos meios de comunicação, dos políticos e da sociedade em geral, ficando sujeitas a maior exposição pública que pode ter como consequência ações específicas, designadamente de regulação. Watts e Zimmerman (1990) defendem que as empresas de maior dimensão são mais suscetíveis de fazer escolhas contabilísticas tendentes a apresentar resultados mais reduzidos para evitar o custo

político. As empresas de maior exposição teriam, assim, incentivos a divulgar informação que permitisse “manipular a sua imagem e desviar atenções não desejadas” (Linsley e Shrives 2000).

De acordo com a teoria da sinalização (Spence 1973; 2000) os gestores teriam incentivos a divulgar voluntariamente informação para sinalizar no mercado aspetos das empresas em que acreditem ser superiores para diminuir as assimetrias de informação e ultrapassar o *Lemon's Problem* (Akerlof 1970) enviando sinais credíveis e confirmáveis ao mercado que permitam distingui-las das de menor qualidade e incrementar a possibilidade de atrair capitais. Trueman (1986) defendia que os gestores tinham incentivos a divulgar voluntariamente estimativas dos resultados trimestrais ou anuais, previamente ao anúncio dos resultados reais, desde que isso não tivesse outro tipo de custos, porque o valor de mercado do gestor dependeria da perceção que o mercado fizesse da sua capacidade de antecipar a realidade e de adaptar, em conformidade, os planos da empresa.

A combinação desta teoria com a teoria da agência pode explicar também as escolhas contabilísticas e de divulgação (Morris 1987). No caso específico da informação sobre riscos os gestores poderiam fazer divulgações para assinalar ao mercado a sua superior capacidade de identificar e gerir os riscos. Um dos argumentos usados na proposta do ICAEW para uma demonstração específica para os riscos (Hodgkinson, Anderson et al. 1997) era a de que os gestores deveriam assumir um papel de liderança na adoção das melhores práticas de divulgação. Linsley e Shrives (2000) admitem que este apelo poderia ser dirigido aos gestores para que assinalassem as suas superiores capacidades de gestores junto dos acionistas mediante a elaboração de uma demonstração própria relativa aos riscos empresariais.

A teoria da legitimidade parte da premissa da existência de um contrato social de onde resulta a necessidade de as empresas agirem procurando congruência com um conjunto de normas e valores socialmente reconhecidos (Dowling e Pfeiffer 1975), aí se incluindo as normas emitidas por organismos profissionais (Olivier 1991). Na perspetiva institucional a teoria da legitimidade coloca-se em termos de as empresas tenderem a adotar práticas idênticas para aumentar a sua legitimidade em resultado de pressões da sociedade, enquanto na perspetiva estratégica essa legitimidade é conseguida mediante gestão substantiva ou gestão simbólica, tentando demonstrar em que medida os valores das empresas se articulam com os valores sociais (Linsley e Kajuter 2008). No âmbito da divulgação dos riscos, alguns trabalhos empíricos enquadraram a pesquisa

na teoria da legitimidade na perspetiva institucional (Hassan 2009), outros como forma de reconstruir a legitimidade após um acontecimento negativo de forte impacto (Linsley e Kajuter 2008) e ainda outros como mecanismo de construir e manter a legitimidade (Oliveira, Rodrigues et al. 2010).

3.4.1.2 Vantagem para o mercado em geral

Na perspetiva dos acionistas e mercado em geral, uma vantagem possível estaria relacionada com a informação insuficiente proporcionada pela contabilidade predominantemente orientada para o passado e, sobretudo, dirigida ao controlo (*stewardship*) e responsabilidade (*accountability*) da gestão, como se constata no *Framework for the Preparation e Presentation of Financial Statements* (IASB 1989), adotado pelo IASB em 2001, o que tem provocado uma crescente procura de informação adicional. A informação sobre os riscos, de natureza essencialmente previsional, ajudaria a melhorar a capacidade de avaliar o desempenho futuro das empresas (Hodgkinson, Anderson et al. 1997; BCBS 1998; Linsley e Shrives 2000).

Segundo Cea García (1995), a teoria das carteiras conforma a função de utilidade dos investidores nos mercados de capitais em função de duas variáveis, a rendibilidade e o risco da empresa. Ao procurar a sua função objetivo, face a duas alternativas de investimento com o mesmo nível de risco, o investidor tenderá a optar pela de maior rendibilidade e, inversamente, face a duas alternativas de investimento com igual rendibilidade, tenderá a optar pela de menor risco, daí resultando para os investidores financeiros, adversos ao risco, um conjunto de curvas de indiferença positivas formadas a partir das diferentes combinações possíveis das variáveis rendibilidade e risco. De acordo com este autor, os objetivos da contabilidade de fornecer informação útil para a tomada de decisões económicas por parte dos investidores, não estarão adequadamente cumpridos se não for divulgada informação sobre o risco.

O conhecimento dos riscos específicos que cada empresa enfrenta permite aos investidores aceder aos respetivos perfis de risco permitindo-lhes adaptar as suas participações aos seus próprios perfis de risco (Abraham, Marston et al. 2012).

Assim sendo, na perspetiva dos utilizadores da informação, uma vantagem da divulgação dos riscos seria o aumento da utilidade da informação corporativa e financeira, por via do incremento da sua capacidade preditiva, que possibilitaria um melhor acesso ao conhecimento dos principais indutores de valor das empresas e o aumento da sua capacidade de decisão.

O aumento da liquidez das ações nos mercados de capitais promove a boa alocação do capital na economia uma vez que permite aos investidores, de forma rápida, reconsiderar as suas decisões de investimento. As duas variáveis que afetam as decisões de compra e venda no mercado de capitais são a assimetria de informação entre compradores e vendedores e a incerteza de ambos. Em último caso, a liquidez dos títulos depende destas duas variáveis. Ora, a divulgação de informação sobre os riscos permite reduzir tanto as assimetrias de informação entre os intervenientes no mercado, como a incerteza, pelo que permitiria, por via do aumento da liquidez dos títulos, uma melhor alocação dos capitais nos mercados (AICPA 1994a), constituindo-se, assim, numa outra vantagem para o mercado em geral.

A divulgação dos riscos permite, também, aumentar a transparência para os investidores e analistas financeiros reduzindo as distorções do mercado e aumentando a eficiência dos mercados de capitais com consequências na produtividade da economia (Abraham, Marston et al. 2012).

Outra vantagem da divulgação dos riscos, na perspetiva do mercado em geral, seria o facto de garantir igual tratamento tanto a pequenos como a grandes investidores uma vez que os últimos, pela sua capacidade negocial, podem ter acesso privilegiado a informação não disponível aos primeiros (Hodgkinson, Anderson et al. 1997; Linsley e Shrives 2000), embora a temática geral da divulgação, este objetivo seja visto por alguns autores (Healy e Palepu 2001) como tendo em vista uma melhor distribuição da riqueza na economia mais do que propriamente a eficiência económica, pois os investidores menos informados teriam outras formas de superar a sua falta de informação.

Adicionalmente, a divulgação dos riscos promoveria uma melhoria na transparência e na prestação de contas a todos os interessados (*stakeholders*) resultando em melhor *accountability* (Linsley e Shrives 2000).

Quadro 11 – Principais vantagens na divulgação dos riscos empresariais

Beneficiário	Incentivos	Vantagem
Empresas	Económicos	Redução do custo de capital
		Melhoria da Gestão do Risco aumentando a possibilidade de bom desempenho organizacional
	Agência	Reduzir assimetrias de informação e evitar custos de agência
	Políticos	Reduzir exposição e evitar a regulação
	Sinalização	Sinalizar os gestores como bons gestores de risco
	Legitimidade	Obter congruência com os valores sociais
Mercado em Geral	Conformidade com a regulação	Melhorar a qualidade da informação corporativa aumentando a sua capacidade preditiva
		Permitir conhecer o perfil de risco das empresas e disponibilizar informação para as decisões de investimento no mercado de capitais
		Permitir aos investidores ajustar as participações aos seus próprios perfis de risco.
		Aumentar a liquidez dos títulos e promover uma melhor alocação de capitais na economia
		Garantir idêntico tratamento a grandes e pequenos acionistas
		Melhorar a transparência da informação para os investidores, aumentando a eficiência dos mercados
		Melhorar a <i>accountability</i>

Fonte: Elaboração própria a partir da literatura

3.4.2 Modelo de divulgação da informação para assegurar a sua utilidade

As vantagens, antes identificadas, que resultariam para os investidores, atuais ou futuros, de disporem de informação adequada sobre os riscos empresariais conferem à respetiva divulgação um relevo significativo no assegurar dos dois principais propósitos da informação corporativa, designadamente o controlo (*stewardship*) e a valorização para efeitos de tomada de decisão.

No entanto, resulta claro que é relativamente a este último aspeto de aceder ao perfil de risco das empresas no alcançar dos seus *cash flows* futuros, no limite, as determinantes do valor, que a informação sobre os riscos empresariais mais se justifica e, assim sendo, as características dessa informação não escapam ao tradicional conflito da informação financeira e corporativa entre a fiabilidade e a relevância.

Para efeitos de controlo e de garantia de que os acionistas não são abusivamente expropriados do valor das suas ações a informação relevante deve também ser fiável e, por isso, tende a ser predominantemente histórica, quantificada, suscetível de verificação e auditoria. Já para efeitos de tomada de decisão e valorização, a informação relevante deveria ser orientada para o futuro o que leva muitas vezes a dificuldades de quantificação, de verificação *ex-ante* e a divulgações narrativas, comprometendo, necessariamente, a sua fiabilidade.

A informação histórica constante das demonstrações financeiras é importante para confirmar ou rever as expectativas mas, se a informação disponível for apenas essa, os investidores ao pretenderem formar uma opinião sobre o sucesso futuro das empresas sentirão algum grau de frustração por não disporem de informação prospetiva (Courtis 2000).

As demonstrações financeiras tradicionais têm predominantemente uma orientação histórica e, por isso, revelam-se insuficientes para a compreensão e avaliação do desempenho futuro (Abraham, Solomon et al. 2007), havendo cada vez mais necessidade de informação narrativa que, para além de explicar e enquadrar a informação quantitativa, permita aceder às circunstâncias geradoras de valor que não é suposto as demonstrações financeiras disponibilizarem. No trabalho de Solomon, Solomon et al (2000) os investidores valorizaram demonstrações financeiras com informação prospetiva no processo de tomada de decisão. A divulgação de informação prospetiva que inclua informação sobre risco é uma componente importante na utilidade da informação divulgada pelas empresas.

Na literatura sobre a informação relacionada com os riscos é praticamente unânime a referência ao facto de as divulgações narrativas serem reduzidas (Hodgkinson, Anderson et al. 1997; Schrand e Elliot 1998), demasiado genéricas, maioritariamente de forma não quantificada, pouco orientadas para o futuro e, normalmente, privilegiando as boas notícias (Lajili e Zéghal 2005; Linsley e Shrivies 2006; Abraham e Cox 2007; Abraham, Marston et al. 2012), sendo muitas vezes identificadas como *boilerplate*, pelo que, pese embora o incremento na quantidade de divulgações que se tem observado, a qualidade, a relevância e utilidade das mesmas possa ser posta em causa (Beretta e Bozzolan 2004; ICAEW 2011; Abraham, Marston et al. 2012).

Esta constatação remete-nos, necessariamente, para a questão de discutir o modelo de divulgação que permitiria então assegurar a relevância e utilidade pretendidas. A generalidade do debate sobre a divulgação dos riscos e, conseqüentemente, a respetiva investigação, com exceção dos prospetos das operações de bolsa, tem estado centrada na divulgação que é feita nos relatórios das empresas (anuais ou intercalares) e, nos dias de hoje, existem outros canais pelos quais a informação é transmitida aos utilizadores como as *conference calls* com analistas financeiros ou reuniões dirigidas a analistas de investimento ou mesmo o progressivo uso da *eXtensible Business Reporting Language* (XBRL), pelo que o relatório anual poderá não ser um veículo para proporcionar nova informação a utilizadores específicos, mas sim um instrumento mais formal de fonte de referência destinado a utilizadores menos especializados e de confirmação de informações já previamente obtidas (ICAEW 2009; Abraham, Marston et al. 2012).

Este facto é importante na discussão porque uma das constatações sobre a informação relacionada com os riscos é a de que diferentes utilizadores têm diferentes necessidades de informação (Hodgkinson, Anderson et al. 1997), donde resulta uma dificuldade em estruturar a informação a divulgar. Ora, alguns utilizadores com necessidades específicas, como os analistas financeiros, os analistas de investimentos e as agências de *rating*, têm acesso a outros canais de informação mais compatíveis com as suas necessidades do que o relatório anual. Mas, ainda que esta seja uma realidade muito provável atualmente, não poderá o Relatório Anual deixar de conter a informação referente ao horizonte temporal a que se reporta e é aí que são feitas grande parte das divulgações sobre riscos (Lajili e Zéghal 2005).

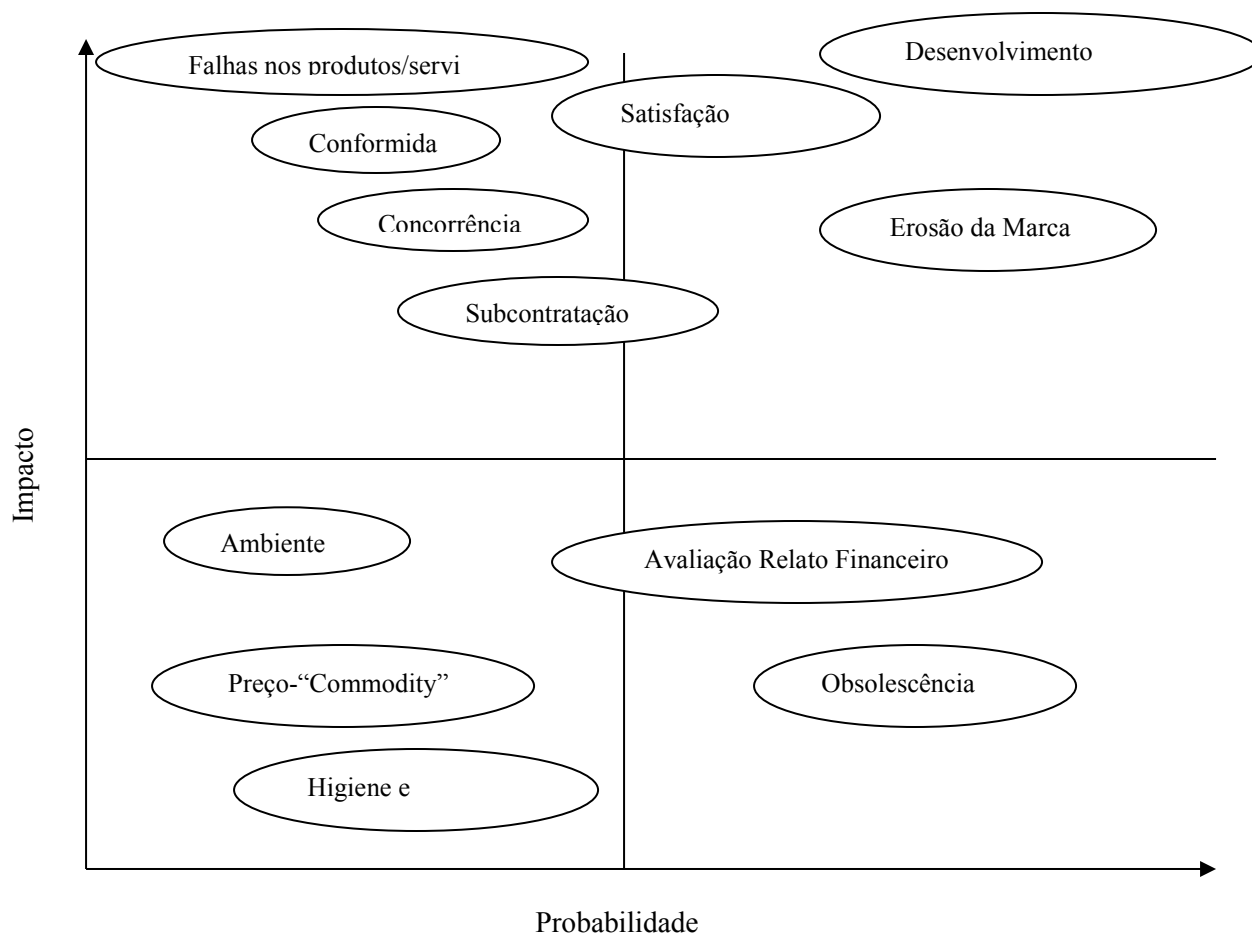
A análise ao modelo de informação sobre os riscos nos Relatórios pode estruturar-se nas dimensões das respetivas características, conteúdo e forma.

3.4.2.1 Características

No que respeita às características, resulta das críticas evidenciadas na literatura que a informação relevante sobre os riscos deverá ser essencialmente orientada para o futuro. A informação financeira histórica, inclusive a constante das demonstrações financeiras, pode já incorporar informação sobre riscos (ICAEW 1999; 2011), designadamente porque a informação segmentada sectorial e geograficamente permite localizar e particularizar riscos relacionados com diferentes mercados, alterações tecnológicas, diferentes ritmos de crescimento económico, diferentes moedas e diferentes riscos políticos e porque outros dados, como o nível de endividamento e as tendências passadas, podem ser usados pelos utilizadores nas suas avaliações do risco.

Contudo, as tendências históricas só terão capacidade preditiva na medida em que no futuro se verifiquem padrões de desenvolvimento idênticos aos ocorridos no passado o que, numa envolvente com as atuais características, parece ser cada vez menos possível. Em particular, o risco e a incerteza resultam do desconhecimento da possibilidade de ocorrência de acontecimentos futuros e dos seus impactos prováveis, logo, tentar avaliar os riscos apenas com base em informação histórica resultaria num exercício similar ao “conduzir de um veículo a olhar para o retrovisor” (ICAEW 2011). Permitir aos utilizadores aceder ao perfil de risco das empresas implica que, para além de informação histórica, estas divulguem informação prospetiva sobre os objetivos e as estratégias e sobre as possíveis ameaças e respetivos impactos bem como sobre as formas de as mitigar.

Atendendo a que nem todas as tipologias de riscos apresentarão a mesma relevância para todas as empresas, a informação a divulgar deverá ser seletiva enfatizando aqueles riscos que cada empresa enfrenta num exercício de delimitação e de definição de prioridades, para que os riscos possam ser adequadamente geridos e divulgados. Este exercício de hierarquização terá de considerar o impacto que um risco tem para a empresa bem como a probabilidade da sua ocorrência (Kropp, et al. 1999) e deveria ser realizado com o envolvimento de todos os diretores e de um conjunto alargado de pessoas dentro da empresa (Hodgkinson, Anderson et al. 1997).

Figura 1 - Exemplo de um exercício de hierarquização do risco

Fonte: (Hodgkinson, Anderson et al. 1997)

O mapeamento ou identificação dos riscos chave reveste-se de grande importância pois trata-se de procurar, de entre todos os riscos possíveis, aqueles que são mais críticos para a empresa no âmbito do seu processo de criação de valor. Em termos de gestão interna, permite dirigir os esforços para os aspetos essenciais e, no que se refere à divulgação para o exterior, permite aos utilizadores da informação aceder aos fatores de risco principais e à forma como a gestão se propõe lidar com eles. Note-se que a divulgação de uma lista exaustiva de todos os riscos possíveis numa empresa independentemente do seu grau de relevância para a mesma, poderia, na perspetiva dos utilizadores, provocar o efeito contrário ao pretendido, de poder aceder ao perfil de risco da empresa para tomarem decisões de investimento no mercado de capitais (Hodgkinson, Anderson et al. 1997).

A quantificação da informação sobre os riscos é uma outra característica normalmente tida como desejável para aumentar a sua relevância pois as divulgações apenas qualitativas não permitem a avaliação do impacto futuro dos possíveis acontecimentos (Abraham, Marston et al. 2012). A quantificação da informação a divulgar permitiria reduzir a subjetividade na medida em que, para além da opinião dos gestores, permitiria aos utilizadores fazerem as suas próprias opiniões e possibilitarias a sua validação e standardização (ICAEW 2011).

Tem havido diferentes propostas de quantificação dos riscos que, pese embora a lógica da argumentação teórica em que assentam, a realidade veio a demonstrar como pouco praticáveis. Courtis (2000) reconhecia que as várias tentativas, até então, existentes de resumir o risco se baseavam nos betas contabilísticos, em escalogramas e em análise decomposicional que não tiveram sucesso pelo facto de o risco ser suscetível de diferentes definições. Argumentando que, na atualidade, existem muitos índices para avaliar questões como, por exemplo, a qualidade de vida nas cidades, propôs o desenvolvimento de um índice com um score global de 100 pontos, constituídos por 10 itens, cada um deles classificado numa escala de 1 a 10, o que permitiria aos utilizadores elaborar séries temporais e análises cruzadas e categorizar as empresas em classes de risco. Tirado e Cabedo (2004) propuseram que todos os riscos, incluindo os não financeiros, fossem medidos pelo *Value at Risk*.

Se, relativamente a factos passados que forneçam informação sobre riscos, a quantificação permite a verificação, garantindo a sua credibilidade, já relativamente a factos futuros a quantificação das incertezas, com exceção das que podem ser consideradas riscos financeiros, dificilmente diminuiria de forma significativa a subjetividade.

3.4.2.2 Conteúdo e forma

Os riscos de cada empresa, individualmente considerada, têm natureza idiossincrática. Variam de empresa para empresa de acordo com as envolventes onde operam, com os respetivos setores de atividade, com características internas e com os perfis de risco assumidos pela gestão como desejáveis.

Acresce que nem todos os riscos que cada empresa enfrenta apresentam o mesmo grau de significância. Daí que a divulgação dos riscos pelas empresas, para poder ser útil, tenha de resultar de uma prévia priorização ou mapeamento que leve à identificação, em cada caso, dos riscos mais significativos (Hodgkinson, Anderson et al. 1997) pois a divulgação de longas listas

estandardizadas de todos os riscos possíveis levaria à dispersão da informação e à diluição dos riscos efetivamente importantes.

O ICAEW (2011) no seu trabalho mais recente, embora reconheça que há evidência de que alguns utilizadores consideram úteis listas extensas de riscos e que há, também, alguma evidência de correlações entre a quantidade de riscos divulgados a percepção pelo mercado do nível de risco da empresa, propõe que a lista de riscos a divulgar seja reduzida, focando-se essencialmente nos principais para que a informação prospectiva não se torne demasiado complexa e impossibilite a sua compreensão pelos utilizadores.

Uma das principais observações registadas na literatura, como se referiu, é a de que as divulgações são genéricas (Lajili e Zéghal 2005; Linsley e Shrivies 2006; Abraham e Cox 2007; Abraham, Solomon et al. 2007; Abraham, Marston et al. 2012) resultando muitas vezes em *boilerplate*, daí que as divulgações, para ser úteis, devessem ser específicas, sempre que possível quantificadas e informando, para cada risco, o impacto esperado. A forma e localização tornam-se pois importantes no processo de divulgação.

Várias foram, também, as propostas de formalizar a divulgação dos riscos de modo a reduzir o seu carácter genérico.

O ICAEW (Hodgkinson, Anderson et al. 1997) propôs uma demonstração própria a incorporar o conjunto das demonstrações financeiras, obedecendo a um conjunto de regras a observar na divulgação. Contudo, após consulta pública da proposta e na sequência de um inquérito conduzido junto das empresas cotadas no FTSE 500, igualmente para avaliar as reações à proposta, veio a abandonar a solução de uma demonstração própria por ter constatado uma disponibilidade limitada para novas demonstrações no Relatório Anual e por receios que essa nova demonstração resultasse em divulgações gerais e sem sentido. Na sequência, o ICAEW (1999), neste segundo documento, veio a recomendar que em novas propostas as divulgações dos riscos fossem incluídas no âmbito do Relatório Anual.

Lopo (1999), numa perspetiva de permitir aceder ao ambiente de risco em que o resultado foi obtido, propôs uma demonstração própria baseada num conjunto de indicadores de riscos empresarias referentes ao mesmo período a que se reporta o resultado, no sentido de conferir maior capacidade preditiva à informação.

Os diferentes organismos reguladores foram-se tornando progressivamente sensíveis a esta questão, embora adotando soluções diversas. Na Alemanha foi tornada obrigatória uma norma de reporte prevendo uma demonstração específica mas abrangendo todo o tipo de riscos (GASB 2000) como uma secção autónoma do relatório de gestão. Em termos gerais, com exceção dos riscos financeiros, cuja divulgação foi incorporada nas normas de contabilidade, a tendência tem sido para passar a requerer a divulgação dos restantes riscos nos relatórios de gestão. A este aspeto referir-nos-emos adiante num ponto específico sobre a regulação da divulgação dos riscos.

3.5 A reduzida divulgação observada

Os diferentes tipos de incentivos e vantagens para as empresas ao divulgar os riscos, a confirmarem-se, levariam à sua divulgação, ou voluntária, ou em excesso à requerida pela regulação. Por sua vez, o relevo que o tema registou desde a década de 80 teve como consequência respostas dos organismos profissionais e dos reguladores que se traduziram em mais regulação, tanto para a divulgação dos riscos financeiros como dos não financeiros.

Seria, deste modo, de esperar uma melhoria na divulgação dos riscos seja em quantidade seja em qualidade. Não obstante, a evidência não corrobora esta expectativa sendo constatação geral que há pouca divulgação (Hodgkinson, Anderson et al. 1997; Schrand e Elliot 1998) e, mesmo tendo esta crescido nos últimos tempos em resultado da conformidade com os normativos mais recentes, a que existe oferece reservas à sua utilidade, dadas as práticas de reporte observadas (Lajili e Zéghal 2005; Linsley e Shrives 2006; Abraham e Cox 2007; Abraham, Solomon et al. 2007; Abraham, Marston et al. 2012). Daí que resulte importante discutir as possíveis causas que podem limitar a adequada divulgação deste tipo de informação.

As limitações que se encontram na literatura relativas à divulgação em geral aplicam-se também às divulgações dos riscos embora, neste caso, possa haver particularidades que devem ser identificadas.

3.5.1 Falta de evidência da existência de incentivos económicos

Os dois principais benefícios económicos da divulgação dos riscos identificados foram a redução no custo de capital e os efeitos no bom desempenho das empresas por via da melhor gestão dos riscos.

3.5.1.1 Dúvidas sobre o efeito no custo de capital

A vantagem mais referida na literatura, que resultaria para as empresas, da divulgação, seja em termos gerais (Botosan 1997; Healy e Palepu 2001; Verrecchia 2001; Bamber e McMeeking 2010) seja no caso específico dos riscos (Hodgkinson, Anderson et al. 1997; Linsley e Shrives 2000; Linsley e Shrives 2005b; 2006; Linsley, Shrives et al. 2006; Abraham e Cox 2007; Deumes e Knechel 2008) é a da presumível redução do custo de capital. As empresas teriam, por isso, um forte incentivo económico para reduzirem as assimetrias de informação e o risco de estimativa, fornecendo informação ao mercado que, vendo minorada ou eliminada a incerteza, retiraria o inerente prémio de risco e tornaria o financiamento dos ativos mais barato.

Embora diferentes estudos (Berry e Brown 1985; Merton 1987; Lang e Lundholm 1993; 1997) tendam a comprovar esta tese, na medida em que identificaram uma maior divulgação em períodos que antecederam operações de financiamento por via dos mercados de capitais, e esta assunção incorpore muita da teoria sobre divulgação voluntária, a evidência empírica vem demonstrando que a sua verificação não tem sido totalmente conclusiva.

Botosan (1997) reconhece que a associação entre o nível de divulgação e o custo de capital não está bem estabelecido e que tem sido difícil de quantificar. Como principais conclusões do estudo que desenvolveu com base num índice de divulgação autoconstruído e com estimadores do custo de capital alternativos ao CAPM, refere uma relação inversa entre o nível de divulgação e o custo de capital quando as empresas apresentam um baixo nível de acompanhamento por analistas financeiros mas a relação está ausente quando as empresas são muito acompanhadas pelos analistas provavelmente porque, nestes casos, a informação teria sido previamente incorporada.

Num trabalho posterior, com Plumlee (Botosan e Plumlee 2002), em que a divulgação total foi segmentada de acordo com a obtida no relatório anual, nos relatórios trimestrais, em outros relatórios e nas relações com investidores, não encontrou relação entre o custo de capital e a divulgação total reconhecendo a necessidade de considerar os diferentes tipos de divulgação pois os resultados, contrariamente ao esperado, apontaram para um aumento do custo de capital associado a maior divulgação quando essa divulgação tem horizontes temporais mais curtos, provavelmente devido ao aumento da volatilidade.

Leuz e Verrecchia (1999) investigaram a relação do custo de capital com o compromisso de maior divulgação, resultante da adoção de normativos contabilísticos mais exigentes, nas

empresas alemãs que adotaram as IAS ou os US-GAAP, e encontraram evidência de que esse compromisso estava associado a menores *bid-ask spreads*. No entanto, ao contrário do que tinham esperado, não encontraram relação com a volatilidade.

Leuz e Wysocki (2008) identificam as principais razões que podem levar a que maior e melhor divulgação impacte o custo de capital e fazem uma revisão sobre os principais trabalhos. A sua opinião foi de que o tema está ainda em evolução e que é ainda difícil chegar a uma conclusão inequívoca de que a evidência empírica suporta as teorias, pois os trabalhos empíricos são de diferentes tipos e as metodologias não são uniformes adotando diferentes métricas para o custo de capital, envolvendo diferentes tipos de empresas e considerando a presença de outras fontes de informação e diferentes ambientes institucionais.

Kothari, Li et al. (2009) referem, igualmente, que é escassa e mista a evidência sobre o efeito da divulgação no custo do capital e consideram, também, que isso se pode dever a questões metodológicas como a falta de abrangência da divulgação e a subjetividade das métricas adotadas.

No trabalho empírico que efetuaram procuraram testar o efeito da divulgação, oriunda de várias fontes como a empresa, os analistas de investimento e a imprensa, no “ambiente de mercado” caracterizado pelo custo de capital, pela volatilidade dos retornos e por outras medidas desse ambiente. Partiram da premissa de que uma das razões para a falta de consistência dos efeitos da divulgação no custo de capital verificada nos trabalhos empíricos reside em se assumir a divulgação como tendo apenas um efeito unidirecional no custo de capital quando deveria ser ponderado, também, o conteúdo da informação divulgada, pelo que as medidas empíricas podem não ser métricas inequívocas dos aspetos qualitativos da informação.

O trabalho tem a originalidade de testar uma relação direcional da divulgação no custo de capital, ou seja, tentar avaliar se as divulgações contendo informação favorável ou minimizadora da incerteza têm um efeito de redução do custo de capital e se, ao contrário, divulgações contendo informação desfavorável ou incrementadora de incerteza têm o efeito de aumentar o custo de capital.

O nível de divulgação geral de notícias, como inicialmente assumido, mostrou uma relação inversa com o custo de capital, o que resulta numa descida deste em resposta a boas notícias e uma subida em resposta a más notícias. Na análise segmentada por fontes de informação, não

encontraram relação significativa com o custo de capital nas notícias veiculadas pela gestão, o que levou a presumir pouca credibilidade a este tipo de divulgações. No caso da informação com origem nos analistas de investimento não encontraram relação significativa com o custo do capital. Por fim, no caso da informação com origem na imprensa económica, encontraram evidência de relação inversa com o custo de capital, diminuindo este em resposta a notícias favoráveis mas aumentando em resposta a notícias desfavoráveis.

São várias as razões da falta de consenso sobre o efeito da divulgação no custo do capital nos trabalhos de investigação quantitativa. Desde logo, porque o conceito de custo de capital respeita a uma grandeza que incorpora a remuneração do capital sem risco adicionada do prémio de risco idiossincrático e está dependente da taxa de desconto que os investidores utilizem para atualizar os *cash flows* esperados. Nessa medida, a melhor designação seria a de “Custo Esperado do Capital” pois é um conceito essencialmente prospetivo e, não sendo uma medida diretamente observável, o seu valor é estimado. Sobre a melhor forma de estimar o seu valor não há acordo, mas muita da literatura baseia-se no modelo do CAPM, em que se torna necessário estimar a taxa de juro sem risco, o prémio de risco e o Beta de mercado, com as inerentes dificuldades associadas à estimação.

Referem-se, habitualmente, duas tendências teóricas de relacionamento da divulgação ao custo de capital, uma delas demonstrando que a redução no custo de capital resulta da redução do risco de estimativa proveniente de os investidores poderem prever melhor os parâmetros das suas avaliações e a outra demonstrando que a redução do custo de capital, por via da divulgação, resulta do aumento da liquidez dos títulos com efeitos na redução dos custos de transação ou no aumento da procura das ações (Botosan 1997; 2006). Uma vez que se discute se o risco de estimativa é ou não idiossincrático, subsiste o problema de saber se modelo CAPM incorpora ou não o risco de estimativa. Também subsistem em aberto questões relativas ao efeito da divulgação na redução das assimetrias de informação, pois estas são medidas pela taxa de desconto o que não analisa a quantidade ou o tipo de informação divulgada, nem o processo pelo qual os investidores acedem à informação.

Os resultados obtidos por via da investigação qualitativa ou comportamental (*Behavioral Accounting Research*), conduzida por inquérito ou entrevista, não são mais animadores. Armitage e Marston (2008) resumem uma boa parte dos estudos efetuados (Eccles e Mavrinac 1995;

Holland 1998; Graham, Harvey et al. 2005; Holland 2006) inquirindo os preparadores ou utilizadores da informação, (analistas, investidores, diretores financeiros e diretores de relações com os investidores) e referem, em resultado dos trabalhos revistos, que a maioria dos gestores tem dúvidas sobre o efeito da divulgação na redução do custo de capital, concluindo que nem todos estão convencidos pelos resultados da pesquisa teórica quantitativa que vão no sentido da redução.

No trabalho que conduziram, através de entrevistas a diretores financeiros e diretores de relações com os investidores, os autores concluíram que os diretores financeiros não pensavam que houvesse uma clara ligação entre a divulgação e o custo de capital uma vez atingido um grau de divulgação ao nível das boas práticas. Apenas um quarto dos inquiridos acreditava que a divulgação, em absoluto, poderia reduzir o custo de capital, e cerca de dois terços manifestou opinião de que poderia reduzir mas apenas até as empresas atingirem um grau de divulgação adequado, sendo que, a partir daí, o efeito seria apenas marginal. Este resultado parece estar de acordo com o sugerido por Leuz e Verrecchia (1999) referindo que uma explicação possível para os resultados mistos dos estudos baseados em dados das empresas cotadas americanas era o facto de, cumprindo com as normas americanas de reporte (US GAAP), estas estarem já sujeitas a um ambiente de divulgação rico.

Como referíamos anteriormente, são de diferentes tipos as dificuldades que se colocam a verificação da relação entre a divulgação e o custo de capital, desde a natureza do conceito iminentemente prospetivo, que só pode ser avaliado indiretamente por *proxis* de risco e de assimetrias de informação, à discussão sobre a natureza do risco de estimativa e ao carácter bidirecional da divulgação.

Como se depreende, apesar de se evocar ser uma das principais vantagens para as empresas, não existe ainda uma clara demonstração, seja por via da investigação quantitativa, seja pela qualitativa, que corrobore em absoluto a teoria da redução do custo de capital em resultado da divulgação corporativa. Para além do mais, começa a haver investigação empírica que demonstra que, caso a informação seja negativa, aumentará o custo de capital (Kothari, Xu et al. 2009).

Relativamente à divulgação dos riscos, em particular, o benefício da redução do custo do capital também é recorrentemente apresentado na literatura. Contudo, já em 1997, no seu primeiro trabalho sobre o tema, o ICAEW (Hodgkinson, Anderson et al. 1997) considerava a hipótese de,

no curto prazo, o custo do capital poder aumentar por os riscos divulgados serem maiores do que os presumidos pelos investidores.

Schrand e Elliot (1998), nas conclusões da sessão sobre risco e relato financeiro da conferência conjunta da *American Accounting Association* e do FASB, ocorrida em 1997, também já referiam que a evidência empírica desta relação era limitada e que as empresas, na ausência dessa evidência, não tinham incentivos a divulgar os riscos voluntariamente.

O ICAEW (2011), reconhecendo também a falta de evidência quanto aos efeitos da divulgação em geral, resume, em quatro pontos, a argumentação na perspectiva específica da divulgação dos riscos.

Uma primeira razão consiste em que o custo do capital pode não diminuir com a divulgação dos riscos porque estes, quando são divulgados, podem já ser do conhecimento dos investidores que formaram previamente um entendimento do perfil de risco da empresa.

Um segundo motivo pode resultar de as divulgações efetuadas não serem relevantes, como no caso das referentes à gestão do risco.

Um terceiro motivo pode residir no facto de a informação não ser credível, pois as divulgações de riscos não são objeto de verificação independente.

Finalmente, mesmo que as divulgações contenham informação nova e sejam credíveis, o conteúdo da informação, se for negativo, pode levar os utilizadores a ter uma perceção do risco da empresa pior do que aquele que teriam na ausência de informação e, assim sendo, o custo do capital aumentaria. Relativamente às boas notícias a gestão tenderia a fazê-las de forma voluntária seja pelo possível efeito na diminuição do custo de capital, seja por outro tipo de incentivos, porém, no caso de divulgação de riscos com impacto negativo, é de admitir que a sua divulgação ocorra sobretudo por conformidade com as normas, donde resultaria que a informação dos riscos divulgada por cumprimento da regulação, sendo predominantemente de cariz negativo, aumentaria o custo de capital.

Assim sendo, é difícil validar o evocado benefício da diminuição do custo de capital que as empresas teriam por divulgarem informação o que as levaria a fazê-lo de forma voluntária, sendo que é de admitir, até, um incentivo negativo à divulgação por aumento do custo de capital na divulgação de informação com impacto negativo. A não existência de um incentivo económico

direto e a possibilidade de existir mesmo um desincentivo podem ser parte das razões justificativas da informação escassa e das dúvidas sobre a utilidade da atual divulgação dos riscos empresariais.

3.5.1.2 As divulgações do risco como mecanismo de melhorar a gestão do risco

Uma adequada gestão do risco por parte das empresas poderá contribuir para um melhor desempenho e, nessa medida, poderá ser um dos seus mais importantes indutores de valor. Foi esse o racional que esteve na origem do desenvolvimento dos vários quadros conceptuais de gestão do risco e da tendência verificada na evolução dos sistemas de controlo interno no âmbito da governação corporativa bem como dos requisitos de divulgação com eles relacionados.

A divulgação dos riscos, que, saliente-se, consiste em informação de diferente natureza daquela que é prevista sobre os sistemas de controlo interno, poderia ser um importante incentivo à boa gestão do risco e, por isso, um incentivo económico para as empresas divulgarem. No entanto, esta pressuposição não teve, até hoje, qualquer validação empírica (ICAEW 2011), podendo uma explicação ser o facto de o gestores, embora empenhados na gestão do risco, privilegiarem iniciativas de gestão corrente, alternativamente a exporem publicamente os riscos que enfrentam e as formas como os gerem, convictos que os resultados financeiros que conseguirem serão a melhor demonstração da sua eficácia (Linsley e Shrives 2000). Ou seja, ainda que a gestão dos riscos seja um bom meio para assegurar o bom desempenho das empresas, essa boa gestão estará mais dependente da pro-atividade das ações de gestão do quotidiano do que do eventual incentivo reativo que adviria da divulgação dos riscos, podendo questionar-se a validade do argumento da vantagem económica que, por esta via, as empresas obteriam.

Acresce que as características das divulgações sobre gestão dos riscos e as dúvidas sobre a sua utilidade, que já abordamos anteriormente em ponto próprio, podem conduzir a que não seja possível diferenciar positivamente as empresas com boa gestão do risco, o que se pode constituir num outro fator que permite questionar a validade deste incentivo.

3.5.2 Os efeitos negativos da divulgação

Um dos pressupostos do princípio da revelação total (Grossman e Hart 1980; Grossman 1981; Milgrom 1981) é o da inexistência de custos associados à divulgação. Havendo, existirá um ponto de equilíbrio acima do qual os gestores divulgam informação favorável e abaixo do qual

omitem informação desfavorável, independentemente de os investidores assumirem que essa informação omitida é negativa (Verrecchia 1983; Verrecchia 2001), originando divulgação discricionária. Estes custos são razões exógenas ao processo de divulgação uma vez que resultam de circunstâncias independentes das características da informação a divulgar.

Na literatura sobre divulgação corporativa são referidos um conjunto de motivos que constituem restrições à disponibilidade dos gestores em divulgar os riscos das empresas e que podem justificar as constatações empíricas de alguns trabalhos de investigação, que vão no sentido de que, apesar dos ambientes reguladores e dos supostos benefícios para os investidores, para os mercados e para as empresas que adviriam da divulgação, as empresas registam um reduzido nível de divulgação do risco (Dobler 2005; 2008; Linsley e Shrives 2008).

Estes motivos, que no âmbito da problemática da divulgação em geral são normalmente designados por “custos da divulgação”, referem-se aos custos diretos de produção da própria informação a ser divulgada, aos efeitos negativos que poderiam advir para as empresas de divulgarem informação com sensibilidade comercial e aos inconvenientes que resultariam de as informações divulgadas, por não se confirmarem posteriormente, legitimarem ações legais por parte de terceiros que evoquem terem sido lesados.

No caso específico da informação sobre riscos empresariais alguns autores (Dobler 2008) referem ainda a possibilidade de a divulgação levar à própria concretização das circunstâncias equacionadas (*self-fulfilling prophecy*).

3.5.2.1 Custo de produção da informação

Uma primeira razão refere-se ao facto de o relato implicar custos com a compilação, a seleção e a publicação da informação (AICPA 1994a) podendo esses custos ser demasiado altos para empresas mais pequenas (Solomon e Cooper 1990; Deumes e Knechel 2008).

Os custos com a obtenção e divulgação da informação que podem ser relevantes enquanto argumento contra a divulgação são apenas os diferenciais relativamente aos custos de produção de informação em que as empresas incorrem normalmente nos seus processos de gestão e só esses devem ser considerados no balanceamento com eventuais benefícios da divulgação que o gestor fará no momento de decidir a divulgação.

3.5.2.2 Informação proprietária

Informação proprietária é aquela que, uma vez divulgada, pode afetar negativamente a empresa se os participantes no mercado a usarem para sua vantagem (Darrough 1993), prejudicando a posição competitiva da empresa que divulga, levando a um custo, seja por via do aumento de custos, seja por via da redução de rendimentos (ICAEW 2011).

Sendo os inconvenientes relacionados com a concorrência, esta análise pressupõe que os interesses dos gestores estão alinhados com os dos acionistas e centra-se nos motivos que condicionam a divulgação. Os resultados da investigação conduzida neste domínio apontam para que os efeitos de divulgar informação com sensibilidade comercial sejam diferentes em função do tipo e das características da concorrência (Healy e Palepu 2001).

No caso da informação sobre o risco, a SEC, na FRR 48 relativa ao risco de mercado, preconizou três métodos alternativos para permitir às empresas flexibilidade para poderem refletir diferenças dos respetivos riscos e, também, para responder a preocupações de que a informação sobre riscos é de natureza proprietária (Schrand e Elliot 1998).

Está em causa a informação que possa ser aproveitada por concorrentes ou outros interessados com fins conflitantes, tais como clientes e fornecedores pois a divulgação de determinado tipo de informação sobre preços, custos, ou mercados, pode aumentar a sua capacidade negocial e afetar o valor da empresa. Mas não apenas, uma vez que a perceção, identificação e a gestão dos riscos podem ser consideradas vantagens competitivas para as empresas, a própria divulgação sobre as avaliações de risco de determinados eventos pode fornecer informações que os concorrentes podem usar em seu benefício (ICAEW 2011).

Importa salientar que nem toda a divulgação de informação proprietária é suscetível de ter custos associados, pois, relativamente aos concorrentes, haverá que considerar que a divulgação, se praticada por todas as empresas, implica que uma empresa em concreto poderá ter de revelar informação proprietária mas também terá acesso à informação proprietária de terceiros. Igualmente, em muitos casos, a informação tida como sensível já é do conhecimento dos concorrentes que a pode ter obtido por via de antigos funcionários ou de clientes e fornecedores comuns, pelo que o custo resultará apenas da informação adicional que os concorrentes possam obter relativamente a informação que tenham obtido doutras fontes.

Refira-se, ainda, que a constatação da pertinência deste motivo é reconhecida na regulação, em especial na das bolsas de valores que, nos seus requerimentos de divulgação sobre os principais riscos e incertezas, promoveram a introdução nos normativos de cláusulas de exceção (*opt-out*) que permitem a não divulgação de informação sobre o risco por empresas que, por via de relatar situações que possam ter sensibilidade comercial, se sujeitem a enfrentar grandes prejuízos (Schrand e Elliot 1998).

O mesmo era previsto pela AICPA (1994a) e pelo ICAEW na sua proposta de demonstração do risco de negócio (Hodgkinson, Anderson et al. 1997). A consideração de cláusulas de *opt-out* pode conduzir a que a informação a divulgar dê uma visão enganosa da empresa, caso os utilizadores da informação não sejam capazes de detetar o que foi omissos, ou pode levar as empresas a recorrer a divulgações genéricas (*boilerplate*) de pouca utilidade ou, simplesmente, a aproveitar a cláusula de *opt-out* para declarar que não divulgam os riscos (Linsley e Shrivies 2000). Qualquer das situações impedirá os utilizadores de perceber o perfil de risco da empresa, ficando a informação desprovida de significado (ICAEW 1999) e, assim sendo, comprometerá a eficácia das divulgações sobre os riscos.

A existência de informação proprietária tem, portanto, dois efeitos restritivos principais à divulgação dos riscos. Por um lado, pode impedir a sua divulgação porque os gestores não querem afetar a sua posição competitiva e, por outro, a inclusão de cláusulas de *opt-out* como mecanismo para minorar essa situação pode levar a divulgação a não ter capacidade informativa.

3.5.2.3 Litigância e perda de reputação

Os acionistas ou outros *stakeholders* poderão processar os gestores tanto por estes fazerem divulgações desadequadas e/ou extemporâneas, sobretudo de factos passados e confirmáveis ou, contrariamente, por fazerem divulgações previsionais de factos que não se venham a confirmar. No primeiro caso a litigância funcionaria como um incentivo à divulgação voluntária enquanto, no segundo, funcionaria como um impedimento.

No que respeita à informação sobre o risco, a possibilidade de litigância é particularmente pertinente na segunda situação, constituindo assim uma limitação à divulgação dos riscos, uma vez que esta incorpora uma componente substancial de informação previsional. Ao não divulgarem riscos que depois se vêm a verificar (ICAEW 2011) ou ao relatarem informação enganosa (ICAEW 2011) ou que se venha a não confirmar, seja ela referente a boas notícias ou

más notícias, os gestores expõem-se a ações judiciais por parte de investidores ou outros utilizadores que possam evocar perdas pelo facto de terem decidido com base na informação divulgada (AICPA 1994a; Hodgkinson, Anderson et al. 1997; ICAEW 2011).

Na proposta de demonstração do risco de 1997, o ICAEW (Hodgkinson, Anderson et al. 1997), reconheciam que, pela natureza da informação, o maior problema seria resultante da possibilidade de as previsões falharem e referiam que os Conselhos de Administração ao divulgarem os riscos poderiam procurar apoio legal para confirmar se as divulgações conduziram a exposições adicionais à litigância e à responsabilidade pessoal. No entanto evocava algumas razões para considerar que o risco de litigância seria muito improvável, designadamente, porque, no caso da divulgação dos riscos, essa possibilidade não seria significativamente superior à já existente por divulgação de outro tipo de informação e porque os investidores não tomam decisões de compra exclusivamente com base na informação divulgada pelas empresas, não sendo, portanto, possível inferir, diretamente, a relação entre uma eventual perda e a divulgação. Não obstante esta posição, entre as reações das empresas inquiridas e dos comentários que levaram ao abandono da proposta nos termos iniciais, constava o receio de litigância e responsabilidade pessoal dos diretores (ICAEW 1999)

No caso dos custos de litigância há, igualmente, que considerar que a informação que pode estar em causa é apenas a que possa provocar ações por parte de terceiros e não toda a informação sobre o risco das empresas que engloba dados históricos confirmáveis e dados previsionais não confirmáveis *a priori*. Em particular, estará em causa, sobretudo, a informação de carácter previsional que as empresas devam divulgar para permitir o acesso ao seu perfil de risco.

A consideração deste argumento, por parte da regulação, pode levar a disposições legais que restrinjam a exposição dos gestores a ações judiciais por divulgarem informação prospetiva, normalmente conhecidas por “*safe harbor*”, o que pode, por sua vez, trazer outro tipo de dificuldades quanto à fiabilidade da informação divulgada (ICAEW 2011).

A este inconveniente da possível litigância, juntar-se-ia o de perda de reputação e de enfraquecimento de posição por parte dos gestores, o que pode conduzir a divulgações redigidas de forma a não criar demasiadas expectativas ou a considerar todas os desenlaces possíveis resultando em informação de pouca utilidade para os utilizadores (Deumes e Knechel 2008; ICAEW 2011).

3.5.2.4 *Selffulfilling prophecy*

Uma outra questão referida na literatura como argumento para a não divulgação do risco é a designada profecia auto-cumprida (*self-fulfilling prophecy*) que tem por base a hipótese de haver custos de divulgação. A profecia baseia-se no teorema de *Thomas* de que “se o homem define situações como reais, então elas serão reais nas suas consequências”. Deste modo, ao divulgarem-se os riscos, os recetores assumem que os fatores adversos se realizam e agem em conformidade, logo, ao divulgar detalhadamente os riscos, provocam-se as suas consequências negativas, o que funcionaria como uma limitação à divulgação de riscos negativos para as empresas. Segundo Dobler (2005), no caso da divulgação do risco, o argumento da profecia auto cumprida não resiste a uma análise mais profunda pois a informação divulgada tem carácter prospetivo e probabilístico quer de ganhos, quer de perdas, logo, não permite uma antecipação inequívoca das consequências.

O conjunto das situações, antes referidas, é muitas vezes referido na literatura pela designação genérica de “custos do relato do risco” e são razões práticas ponderosas que podem impedir, quer a divulgação de informação, quer o conteúdo e a capacidade informativa de eventual informação que seja divulgada, pelo que interessa aprofundar a sua análise no sentido de melhor entender as formas de poder limitar os seus efeitos.

Quadro 12 – Limitações à divulgação dos riscos

Autores	Inconvenientes
(Healy e Palepu 2001; Botosan 2004; Deumes 2008; Deumes e Knechel 2008)	Custo agravado de produção e divulgação da informação
(AICPA 1994a; Hodgkinson, Anderson et al. 1997; ICAEW 2011)	Litigância e má reputação pelo facto de revelar informação que não se venha a confirmar
(AICPA 1994a; Hodgkinson, Anderson et al. 1997)	Divulgação de informação proprietária
(Dobler 2005)	<i>self-fulfilling prophecy</i>

Fonte: Elaboração própria

3.5.3 As características da informação sobre os riscos

Para além das limitações referidas no ponto anterior, que se podem considerar exógenas por serem determinadas por fatores externos, outras razões, inerentes às próprias características da informação, podem justificar as críticas frequentes às divulgações dos riscos.

Alguns riscos são específicos dos diferentes setores de atividade, dos diferentes mercados, dos diferentes países e zonas geográficas pelo que já são, na maioria das vezes, do conhecimento prévio dos utilizadores. A simples divulgação genérica da existência destes tipos de riscos, como os de concorrência, os políticos, os legais, os de mudança tecnológica, os decorrentes de fenómenos naturais e outros, ainda que eles sejam significativos para as empresas, é considerada como *boilerplate* e de reduzida utilidade⁷ a não ser que incluísse alguma informação que acrescentasse conhecimento aos utilizadores.

A informação teria utilidade se permitisse transformar “desconhecimentos desconhecidos” (*unknown unknowns*) em “desconhecimentos conhecidos” (*known unknowns*), aumentando a perceção dos riscos pelos utilizadores ou se lhes permitisse confirmar o seu atual conhecimento dos riscos (Kravet e Muslu 2011). Uma forma de acrescentar valor para os utilizadores seria a indicação do impacto esperado nas empresas o que só se obteria por alguma forma de quantificação dos potenciais efeitos. Contudo, como já referimos anteriormente, a natureza do conceito de risco leva a que muitos dos riscos sejam incertezas de quantificação difícil, quando não mesmo impossível.

Adicionalmente a esta divulgação genérica, em resultados das circunstâncias descritas, existem riscos sobre os quais não poderá haver grande expectativa de serem divulgados (ICAEW 2011). Um risco comum a todas as empresas é, inquestionavelmente, o mau desempenho da gestão e a ocorrência de decisões de investimento erradas mas será utópico esperar a sua divulgação e impacto.

Uma outra característica fundamental da informação relacionada com os riscos empresariais, decorrente da própria natureza do conceito de risco, é a subjetividade da informação. Esta subjetividade faz com que não haja possibilidade de aferição *a posteriori*, da eficácia dos gestores na identificação e gestão dos riscos, nem sequer por via dos resultados, pois a materialização ou não materialização dos riscos previamente enunciados não permite concluir se a informação era verdadeira ou falsa (Schrand e Elliot 1998; ICAEW 2011). A não materialização de um risco que tenha sido previamente identificado pode levar à conclusão de que os gestores erraram na

⁷ A divulgação de *boilerplate* também pode ser considerada útil na medida em que permite aos utilizadores perceber que a gestão tem consciência dos riscos em causa e que, por isso, algo fará para os mitigar ICAEW (2011). Reporting Business Risks: Meeting the Expectations. London, Institute of Chartered Accountants of England and Wales.

previsão, quando, de facto, o risco existia, não se tendo materializado porque foi adequadamente gerido ou por outros fatores externos e, contrariamente, podem materializar-se riscos que a empresa não identificou ou que tinha sob controlo sem que isso signifique menor capacidade da gestão em prever ou gerir os riscos (ICAEW 2011), não sendo possível, por via dos resultados, pelo menos no curto prazo, aferir a capacidade da empresa em os mitigar.

A informação sobre os riscos, embora possa contribuir para o objetivo de controlo (*stewardship*), é, fundamentalmente, uma componente vital na informação corporativa destinada a permitir avaliar o valor das empresas (Cea García 1992; Linsley e Shrives 2000) sendo inerentemente vocacionada para o futuro. Ora, a informação prospetiva, não obstante a relevância, é sempre questionada quanto à sua fiabilidade, dada a sua natureza subjetiva e insuscetível de confirmação. Se a informação vocacionada ao objetivo de *stewardship* tem sobretudo origem em factos passados e, por ser suscetível de mensuração e verificação, pode ser fiável e credível, a informação vocacionada para o objetivo de valorização, onde a informação sobre os riscos se inclui, será muito dependente das características específicas da empresa, para além de que levanta dois problemas, designadamente a garantia da sua existência prévia e a da sua verificabilidade, que comprometem a fiabilidade e a credibilidade, podendo facilitar estratégias de divulgação discricionária (Mahoney 1995).

Nos modelos de divulgação discricionária, que pressupõem a presença de informação verificada (presumidamente verdadeira), as dificuldades inerentes à divulgação residem, sobretudo, na existência de custos exógenos, como os de produção da informação e de informação proprietária, e a divulgação é explicada pela existência de um nível ótimo em que os benefícios excedem os custos (Verrecchia 1983; Verrecchia 2001).

Porém, na informação provisional, não verificável *ex-ante* e onde é possível questionar a veracidade, a credibilidade da divulgação torna-se no fator-chave (Verrecchia 2001). Nos modelos de “*cheap talk game*” a informação, por não ser suscetível de verificação, pode ser falsa sem que isso tenha consequências e o resultado é aferido endogenamente pelas ações que determina (Verrecchia 2001) numa interação estratégica entre os gestores e os destinatários da informação, sendo possível abordar os incentivos à divulgação numa perspetiva particular que resulta das próprias características da informação e dos intervenientes no processo de comunicação.

A divulgação relacionada com os riscos empresariais tem precisamente estas características pois não se poder garantir em que medida os riscos são do conhecimento do gestor, não havendo certeza quanto à existência prévia de informação disponível para divulgar e, também, não pode ser verificada, não permitindo concluir pela sua veracidade, levando a que, mesmo que o gestor decida divulgar a informação verdadeira, o destinatário possa manter a dúvida e ignorar a informação (Dobler 2008).

Considerando modelos simples, de um único período, mesmo com o alinhamento de interesses entre gestores e acionistas, dificilmente a informação é credível sendo apenas de admitir alguma credibilidade em modelos de persuasão, na situação em que, em presença de audiências diferentes e com interesses conflitantes como acionistas e concorrentes, sejam enviadas mensagens com ruído como, por exemplo, previsões sob a forma de intervalo (Verrecchia 2001).

Considerando modelos de repetição, com vários períodos e na ausência de alinhamento de interesses entre gestores e acionistas, a possibilidade de divulgação credível está condicionada pela conflitualidade entre o risco moral resultante do comportamento do gestor aproveitando as assimetrias de informação e a limitação a esse comportamento oportunista possibilitada pelo risco de reputação que o gestor enfrenta ao não se confirmar o conteúdo das divulgações previamente efetuadas, o que se constitui num mecanismo de controlo *à-posteriori*.

Considerando este mecanismo de controlo por via reputacional com comparações entre as previsões e as realizações, apenas será admissível alguma credibilidade da divulgação caso o gestor tenha um horizonte temporal significativo e os períodos de aferição sejam suficientemente prolongados para permitir avaliar a credibilidade (Dobler 2008).

Logo, dificilmente a informação previsional sobre os riscos pode ser divulgada de forma credível (em especial de forma voluntária) porque o gestor pode não ter informação ou pretende simular que a não tem (falta de garantia quanto à existência de informação) e porque apenas em algumas condições (as referidas para os modelos de um só período e para os modelos multi-período) é admissível ter informação previsional credível.

3.6 Divulgação regulada e obrigatória dos riscos

O papel da regulação na divulgação corporativa, como já referimos antes neste trabalho, é um tema pertinente e polémico e recorrentemente tratado na literatura académica (Admati e

Pfleiderer 2000; Zingales 2004; Shleifer 2005; Leuz e Wysocki 2008; Bushman e Landsman 2010). Em termos gerais, a discussão centra-se em avaliar se há incentivos suficientes para a divulgação voluntária, sejam eles económicos ou decorrentes da disciplina de mercado ou de fatores reputacionais e de legitimação ou se, por outro lado, é necessária a intervenção dos governos impondo a divulgação de informação para colmatar os efeitos de externalidades decorrentes das decisões de divulgação e de falhas de mercado (Bushman e Landsman 2010). Contudo, nem sempre a regulação permite obter os efeitos desejados, nem sequer há garantia de que os reguladores não são capturados por interesses dominantes (Stigler 1971) ou de que o seu comportamento não vise privilegiar a maximização dos seus próprios interesses (Peltzman, Levine et al. 1989) ou de que são suficientemente competentes no processo de regulação, pelo que as suas consequências e eficácia não são isentas de críticas.

Os mecanismos de mercado decorrentes do princípio da revelação total (Grossman e Hart 1980; Grossman 1981; Milgrom 1981; Milgrom e Roberts 1986) e a ponderação entre benefícios e custos da divulgação tenderiam a possibilitar um nível de divulgação aceitável dispensando a regulação. Contudo, as empresas, ao avaliarem exclusivamente os seus benefícios e custos da divulgação, não internalizam os efeitos no mercado das suas decisões de divulgação, situação que só a regulação poderá solucionar (Leuz e Wysocki 2008). A informação corporativa tem características de bem público e o facto de os atuais *Stakeholders* suportarem os custos de uma informação que pode ser usada livremente pelos potenciais investidores poderia levar, na ausência de regulação, à sua subprodução (Watts e Zimmerman 1978; Leftwich 1980).

No que respeita à divulgação dos riscos pelas empresas, como anteriormente se referiu, os principais benefícios apontados têm sido o da possível redução do custo de capital e o do possível estímulo à melhor gestão do risco que resultaria num melhor desempenho empresarial. Por sua vez, como também observamos, a evidência destes benefícios não é conclusiva e os custos e as desvantagens da divulgação podem ser consideráveis levando a que as empresas possam não ter um estímulo inequívoco à divulgação voluntária, originando uma situação em que se justificaria o recurso à regulação para obviar a externalidades e assegurar a obtenção dos benefícios que resultariam para o mercado em geral. A divulgação regulada do risco surge, assim, como um mecanismo institucional no sentido de assegurar o bom funcionamento dos mercados de capitais e os direitos dos acionistas e restantes grupos de interessados (*stakeholders*).

Nos anos mais recentes assistiu-se, por parte dos principais organismos emissores de normas, a um alargamento progressivo do âmbito do relato financeiro de modo a que os riscos e as incertezas inerentes à atividade das empresas possam estar disponíveis aos utilizadores, não obstante a obrigatoriedade da divulgação poder levar as empresas a incorrer em custos de divulgação adicionais que podem diminuir o seu valor (Jorgensen e Kirschenheiter 2003).

A regulação é materializada pelos órgãos nacionais e internacionais que superintendem a emissão de normas contabilísticas e o relato corporativo e, adicionalmente, para os casos de empresas cotadas em bolsas de valores, pelos respetivos regulamentos destes organismos.

3.6.1 As propostas de demonstrações autónomas

Quanto à forma de divulgar o risco empresarial, parece não se ter encontrado, até agora, uma modalidade que, inequivocamente, permita o acesso fácil, por parte dos investidores, ao perfil de risco das empresas.

Lopo (1999) considera as seguintes alternativas:

- Incorporar a informação sobre o risco nas atuais demonstrações financeiras, com o eventual alargamento do âmbito das notas para descrever esses riscos ou com a inclusão nas notas de um único ponto onde se divulgaria toda a informação;
- Apresentar a informação sobre o risco fora das contas anuais, dentro de algum documento ou forma utilizado pelos gestores com difusão total ou parcial pelos possíveis utilizadores, como, por exemplo, no relatório anual;
- Criar uma demonstração de resultados própria sobre o risco de obtenção do resultado com um relevo idêntico às restantes demonstrações financeiras que forme com elas um conjunto indissociável ou, alternativamente, como uma demonstração financeira secundária;
- Romper com o atual modelo das demonstrações financeiras e criar um novo conjunto informativo para os diferentes utilizadores no qual exista informação sobre o risco

O ICAEW (Hodgkinson, Anderson et al. 1997) propôs, inicialmente, a divulgação dos riscos numa demonstração autónoma a incorporar o relatório de gestão. Porém, após consulta pública e na sequência de um inquérito a utilizadores da informação, veio a abandonar essa proposta

sugerindo que as empresas que quiserem estar cotadas em bolsa têm de divulgar informação que os gestores podem não querer divulgar e forma de dar resposta à necessidade de informação sobre os riscos poderia passar pela inclusão da informação no relatório de gestão numa base voluntária de acordo com princípios e não em normas e de acordo com códigos de boas práticas (ICAEW 1999).

Na Alemanha, após um requisito inicial, em 1998, de incluir no relatório de gestão (*management report*) a divulgação dos riscos de maior significado envolvendo tanto ganhos como perdas, foi criada, em 2001, uma norma própria para a divulgação dos riscos empresariais, especificando o conteúdo e o formato das divulgações (GASB 2000), embora o âmbito do risco seja limitado, como a possibilidade de futuros impactos negativos na situação financeira (Dobler 2005). Ainda que o âmbito das divulgações previstas na GAS 5 seja mais abrangente do que os previstos no MD&A, nos EUA, e no MC, do IASB, cobrindo riscos de todas as tipologias, a gestão do risco e previsões, os requisitos de divulgação são menos específicos (Dobler 2008).

O caso da Alemanha é, pois, a única situação, que tenhamos conhecimento, onde existe uma norma específica para as divulgações dos riscos dando origem a uma demonstração autónoma.

3.6.2 A divulgação dos riscos financeiros e dos riscos não financeiros

Tendo em vista fornecer aos acionistas informação prospetiva mais realista que lhes possa facilitar as suas decisões de investimento os reguladores têm maximizado a obrigatoriedade de divulgação de informação sobre riscos (Papa 2007).

Em especial os reguladores focam-se na avaliação dos riscos e incertezas relativos à obtenção dos *cash-flows* futuros (AICPA 1987; ICAEW 1999) e na limitação da discricionariedade mais plausível nas divulgações voluntárias (Dobler 2008). Porém, dado que nem todas as tipologias de riscos e incertezas apresentam a mesma possibilidade de serem quantificados, a regulação tem seguido diferentes aproximações na forma de requerer a divulgação.

No caso dos organismos emissores de normas, o *International Accounting Standards Board* (IASB), quer no Framework (IASB 2001), quer na IAS 1 (IASB 2007), requer a divulgação, nas notas às demonstrações financeiras, dos principais riscos e incertezas que afetam uma empresa, a IAS 32 (IASB 2003) e a IFRS 7 (IASB 2005) e a IAS 39 (IASB 2009a) fornecem requisitos detalhados sobre o risco, a gestão do risco e a divulgação do risco relativo a instrumentos

financeiros, a IAS 37 (IASB 2009b), para além de regular as provisões, requer a divulgação de ativos e passivos contingentes e as IFRS 8 (IASB 2009f) e IAS 34 (IASB 1998) requerem a divulgação de informação por segmentos e intercalar, aspetos que estão, também, relacionados com o risco de negócio.

Quadro 13- Algumas normas do IASB relacionadas com o risco

Instrumento	Requisitos sobre risco
Framework e IAS1	Requerem a divulgação, nas notas, dos principais riscos e incertezas que afetam a empresa
IAS 32, IFRS 7 e IAS 39	Prescrevem procedimentos e formas de medida detalhados sobre a divulgação qualitativa e quantitativa do risco de crédito liquidez e mercado e gestão do risco relativos a instrumentos financeiros
IFRS 8	Requer divulgação de informação sobre os segmentos de negócio segmentados e medidos de acordo com a política de gestão interna usada na alocação dos recursos, com vista a avaliar os diferentes ambientes económicos em que a empresa opera
IAS 34	Requer a divulgação de informação financeira intercalar reconhecendo que a tempestividade da divulgação melhora a capacidade dos investidores para avaliar os resultados e os fluxos de caixa
IAS 37	Prescreve os requisitos para o reconhecimento de determinadas contingências como provisões e requer a divulgação de ativos e passivos contingentes

Fonte: Elaboração própria

O IASB desenvolveu também um projeto de *Management Commentary*. Na sequência do *Discussion Paper* (IASB 2005), emitiu depois um *Exposure Draft* sobre o *Management Commentary* (IASB 2009e) que, embora estivesse condicionado pelo desenvolvimento do projeto de Framework conjunto do IASB e do FASB, tinha em vista levar todas as empresas que adotassem as normas internacionais a incorporar no relato financeiro um relatório de gestão, focalizado na divulgação do risco, cujo principal propósito seria “...fornecer aos atuais e futuros fornecedores de capital informação que os ajude a colocar as demonstrações financeiras em contexto. Aí se referia que Um *Management Commentary* que cumpre estes propósitos explica a perspetiva da gestão não apenas sobre o que se passou, mas explica, também, porque é que a gestão acredita que aconteceu e qual o seu entendimento sobre as implicações para o futuro da empresa”.

Em 2005 o IASB emitiu um *Discussion Paper* sobre o *Management Commentary* (MC) (IASB 2005) no qual, mais do que definir regras específicas, se propõe desenvolver um *framework* que identifique as áreas que a gestão deve considerar na sua preparação, cabendo-lhe decidir que informação deve ser divulgada e como deve ser apresentada no MC. O MC passaria a fazer parte integrante do relato financeiro. Ao longo das seis secções do documento são discutidos a articulação com a restante informação financeira, designadamente a necessidade de outra informação para além da atualmente existente, a definição do que é um MC, seus utilizadores e objetivos, as características, designadamente os princípios em que deve assentar e as características qualitativas, o conteúdo, a implementação e a discussão sobre que tipo de norma deve ser.

Com base nesse *Discussion Paper* o IASB emitiu, em Junho de 2009, um *Exposure Draft* (IASB 2009e) onde decidiu que não haverá uma norma mas sim um quadro conceptual (*Framework*) com princípios orientadores, pelo que não será obrigatório cumprir com as orientações para estar em conformidade com as normas de contabilidade.

O objetivo é que o MC forneça o contexto no qual devem ser interpretados a posição financeira, o desempenho financeiro e os fluxos de caixa (*cash flows*) das empresas e uma oportunidade para compreender os objetivos dos gestores bem como as estratégias que têm para atingir esses objetivos. Os principais utilizadores são identificados com os fornecedores de capital (*capital providers*) e, para além de divulgar informação sobre a situação atual, deve explicar as principais tendências e circunstâncias com probabilidade de afetar o desempenho futuro, assumindo portanto o horizonte de passado presente e futuro. Para isso deve ser elaborado com os seguintes princípios:

- Permitir avaliar o desempenho e as ações da gestão relativas às estratégias e planos futuros de desenvolvimento, devendo para isso ser divulgados:
 - A exposição da empresa a riscos, a estratégia para gerir esses riscos e a efetividade dessas estratégias;
 - De que forma recursos que não estão apresentados nas demonstrações financeiras podem afetar o desempenho da empresa;

- De que modo fatores não financeiros influenciaram a informação apresentada nas demonstrações financeiras;
- Deve refletir a perspectiva da gestão acerca da empresa;
- Deve complementar as demonstrações financeiras;
 - Com informações adicionais e sobre os acontecimentos que originaram aquela informação;
 - Com dados financeiros e não financeiros sobre o desempenho;
- Deve ter uma orientação para o futuro sobre objetivos e estratégias, com informação narrativa ou quantificada podendo fazer previsões;
- As previsões devem ser feitas sempre que a gestão esteja segura das tendências, incertezas ou outros factos que possam afetar a empresa;
- Com discussão da medida em que anteriores previsões foram alcançadas e explicar desvios significativos;
- Deve verificar as características qualitativas da decisão útil para a decisão e as limitações do reporte financeiro (relevância, imagem fiel, comparabilidade, verificabilidade, tempestividade e compreensibilidade, sujeito às restrições da materialidade e custo);
- A apresentação deve:
 - Respeitar o ambiente legislativo de cada país;
 - Evitar divulgações genéricas (*boilerplate*);
 - Focar-se na informação mais importante, sendo consistente com a restante informação financeira e evitando duplicações com informação constante das notas;
 - O conteúdo da informação prevista engloba:
 - A natureza das operações que deve facilitar a compreensão sobre a empresa e a sua envolvente sendo, portanto, o ponto de partida para a compreensão do desempenho, das estratégias e das previsões, podendo incluir descrições do setor de atividade, principais mercados, características da envolvente legal e principais produtos e serviços;

- Objetivos e estratégias, incluindo a forma como a gestão pretende abordar as tendências de mercado e as ameaças e oportunidades;
- Informação sobre os recursos, riscos e relações, indiciando quais os principais recursos materiais e não materiais, adequação da estrutura de capital, soluções financeiras não reconhecidas; as principais exposições a riscos e as estratégias par mitigar esses riscos, bem como a efetividade das estratégias de gestão dos riscos, devendo concentrar-se nos principais riscos e não em todos; os principais riscos estratégicos, comerciais, operacionais e financeiros, nas duplas vertentes de consequências negativas e oportunidades; principais relacionamentos com os diferentes interessados na empresa (*stakeholders*), forma como essas relações podem afetar positiva ou negativamente a empresa e como são geridas, como por exemplo, concentração em clientes ou fornecedores;
- Resultados e perspectivas, incluindo desempenho financeiro e não financeiro e a medida em que esse desempenho pode ser indicativo do desempenho futuro, relacionando os resultados com as estratégias e os objetivos; análise das perspectivas da empresa com indicação de medidas financeiras e não financeiras; Os objetivos quantificados acompanhados de explicações sobre os riscos de não serem atingidos;
- Medidas de desempenho e indicadores, financeiros e não financeiros, usados pela gestão para avaliar o progresso face aos objetivos definidos; medidas de desempenho quantificadas que reflitam os fatores críticos de sucesso, devendo ser, de preferência, os normalmente usados na indústria.

Após consulta pública, veio a emitir uma *Practice Statement* (IASB 2010) que, não sendo uma norma internacional de relato financeiro (IFRS), leva a que as empresas adotem os procedimentos numa base voluntária, sendo que as empresas não necessitam de cumprir com a *Practice Statement* para cumprir com as IFRS.

Em termos gerais, trata-se de um quadro conceptual, não vinculativo, para a apresentação das divulgações narrativas que devem acompanhar as demonstrações financeiras elaboradas de

acordo com as IFRS, disponibilizando aos utilizadores dessas demonstrações financeiras um comentário, tanto histórico como prospetivo, da posição financeira da empresa, do desempenho financeiro e dos fluxos de caixa, explicitando os objetivos da gestão e as estratégias adotadas para os atingir, permitindo uma abordagem flexível destinada a acomodar as particularidades de cada empresa, seja em termos de realidade económica seja em termos de enquadramento legal.

A opção por esta abordagem flexível destina-se a possibilitar uma divulgação com mais conteúdo sobre os mais relevantes recursos, riscos e relacionamentos que possam afetar a empresa e sobre a maneira como são geridos, permitindo que cada empresa escolha os temas mais relevantes para as suas circunstâncias individuais.

No caso concreto dos riscos prevê-se que a empresa divulgue, na perspetiva da gestão, as exposições, as estratégias para os gerir e a efetividade dessas estratégias, a forma como fatores não incluídos nas demonstrações financeiras podem afetar as operações e a forma como fatores de natureza não financeira influenciaram a informação constante das demonstrações financeiras. Devem salientar-se os principais riscos e incertezas mais do que elaborar listas de todos os riscos e incertezas possíveis, abrangendo riscos estratégicos, comerciais, operacionais e financeiros que são aqueles que afetam de forma mais significativa as estratégias e o valor das empresas. A divulgação deve referir-se tanto a exposições a consequências negativas como a potenciais oportunidades.

O FASB, nos Estados Unidos da América, tem normas equivalentes às do IASB, como as SFAS 161 (FASB 2008), que substituiu as anteriores SFAS 119 e SFAS 133, para os riscos financeiros associados a produtos financeiros e a SFAS 5 (FASB 1975) sobre contingências. Já a divulgação dos restantes tipos de riscos não está prevista nas normas do FASB, sendo objeto de regulação no âmbito dos quesitos de divulgação previstos pela SEC para as empresas cotadas. Esta tendência tem sido observada internacionalmente com requisitos de divulgação de características semelhantes aos já identificados para as IFRS e US GAAP no Reino Unido, no Canadá, Austrália e outros países, sendo a divulgação dos riscos financeiros, especialmente os decorrentes do uso de instrumentos financeiros, a que mais objeto é da regulação por via das normas de contabilidade.

Quadro 14 - Requisitos de divulgação do risco em USA, IFRS e Alemanha

	USA	IFRS	Alemanha
Abordagem da regulação	Incremental	Incremental	Abrangente
Principais normas	SFAS 5, 161, SOP 94-6 SEC FFR 48	IAS 1, 32, 37, 39, IFRS 7	GAS 5, 20
Instrumentos de relato	Notas SEC, MD&A, 10-k filings	Notas MC	Demonstração própria no MC Poucas notas
Conceito de risco	Várias Mais baseado na Incerteza	Várias Mais baseado na Incerteza	<i>Upside e downside</i> GAS 5 só <i>downside</i>
Divulgação gestão risco	Sobre instrumentos financeiros	Sobre instrumentos financeiros	Sobre a gestão do risco global
Foco da divulgação	Risco financeiro e de mercado, contingências	Risco financeiro e de mercado, contingências	Risco de qualquer tipo Risco financeiro salientado
Concentrações de risco	Financeiro, Principais clientes, Outros	Sobretudo risco financeiro	Qualquer concentração de risco
Incertezas de continuidade	Norma de auditoria SAS 59	Apenas nas notas	No relatório do risco e nas notas
Quantificação do risco	Para instrumentos financeiros, contingências se praticável	Para instrumentos financeiros, contingências se praticável	Para qualquer risco sempre que praticável Risco financeiro salientado
Divulgação de previsões de risco	Não requerido	Não requerido	Requerido
Relatórios negativos	Não requerido	Não requerido	Não requerido
Cláusulas de <i>opt-out</i>	Não	IAS 37	Não

Fonte: Adaptado e completado a partir de Dobler (2008)

Para além dos requisitos de divulgação incluídos nas normas de contabilidade que, como se observa, respeitam fundamentalmente a riscos financeiros, a contingências, a concentrações, e informação segmentada, a regulação contempla a divulgação dos riscos empresariais nos relatórios de gestão que incorporam o relatório anual (MD&A, OFR, MC, etc.) ou noutras partes desse relatório anual.

Nos Estados Unidos da América, desde 1980, o MD&A é requerido focando-se na preocupação de disponibilizar aos utilizadores informação complementar à das demonstrações financeiras para evitar conclusões erradas que possam ser retiradas da informação histórica, designadamente assuntos que possam ter impactos futuros não observados no passado e assuntos que tendo tido impacto no passado, não se espera que tenham impactos futuros (ICAEW 2011).

Em 2003 a SEC, por via de uma orientação interpretativa (SEC 2003), fez uma abrangente perspetiva da evolução e objetivos do MD&A definindo o seu conteúdo e refere que “O objetivo não é complicado. É abastecer os leitores com a informação necessária a um entendimento da condição financeira, alterações na situação financeira e nos resultados das operações da empresa”. Os principais objetivos são detalhados de forma a:

- Fornecer uma explicação narrativa das demonstrações financeiras que possibilite aos investidores ver a empresa “através do olhar da gestão” (*Through the eyes of Management*);
- Melhorar a divulgação global e fornecer o contexto no qual a informação financeira deve ser analisada;
- Fornecer informação sobre a qualidade e a potencial variação dos resultados e fluxos de caixa, para que os investidores possam aceder à probabilidade de que o desempenho passado é indicativo do desempenho futuro;
- Adicionalmente, é requerida a identificação e discussão de indicadores chave de desempenho (KPI), incluindo indicadores não financeiros que a gestão usa para gerir a empresa e que sejam materialmente relevantes para os investidores.

Requer-se a identificação de quaisquer tendências, exigências ou compromissos conhecidos, acontecimentos ou incertezas que possam afetar ou que haja uma razoável possibilidade de afetar, de forma material, a liquidez, tanto favorável como desfavoravelmente, bem como a descrição de qualquer tendência material conhecida, favorável ou desfavorável, nos recursos de capital e a indicação de qualquer alteração no mix do custo desses recursos e, ainda, a descrição de qualquer tendência ou incerteza conhecida que tenha tido ou se espere possa vir a ter impacto favorável ou desfavorável nas vendas ou resultados das operações continuadas.

As orientações para a elaboração do MD&A são no sentido de permitir flexibilidade dadas as diferenças entre as empresas e os factos relevantes para umas poderem não ser, necessariamente, os relevantes para outras, o mesmo se aplicando aos MD&A dos diferentes anos de uma mesma empresa.

Ainda nos EUA, a SEC passou a requerer (SEC 2005), desde Dezembro de 2005, a discussão de todos os fatores de risco identificáveis na secção 1A do formulário 10 - K (*10 - k filing*) sob um capítulo específico designado de Fatores de Risco (*Risk Factors*), devendo aí ser indicados os fatores mais significativos que levem os investimentos na empresa a ser especulativos ou arriscados. O facto de as divulgações obedecerem as estas características leva a que estas sejam, sobretudo, negativas ou pessimistas (Campbell, Chen et al. 2010). Adicionalmente, as divulgações devem ser atualizadas nos relatórios 10-K, trimestrais, caso sofram alterações desde a divulgação anual anterior (Campbell, Chen et al. 2010; ICAEW 2011; Kravet e Muslu 2011).

Este requisito de divulgação, que passou a ser obrigatório de forma regular, é idêntico ao que vigora para os prospectos de operações de bolsa. Em 2010, a SEC emitiu orientações no sentido de as empresas deverem evitar divulgações genéricas sobre fatores de risco aplicáveis a todas as empresas (SEC 2010).

No Canadá, é requerido um MD&A pelos organismos de regulação dos mercados *Canadian Securities Administration* (CSA), cujo objetivo é fazer uma explicação narrativa *Through the eyes of Management*, do desempenho da empresa durante o período coberto pelas demonstrações financeiras bem como da condição financeira e das perspetivas futuras.

O CICA emitiu orientações sobre a elaboração do MD&A, que é geralmente seguida pelas empresas, que consta de um quadro conceptual (*framework*) com seis princípios e cinco partes.

O MD&A requer, sujeito a critério de materialidade e de significativa exposição ao risco, informação de cinco naturezas, a saber, sobre operações, sobre a condição financeira, sobre liquidez, sobre informação prospetiva e sobre riscos e incertezas. Não obstante o carácter regulado da divulgação desta informação, o seu âmbito geral e flexibilidade faz do MD&A um outro canal de comunicação da empresa que dá à gestão uma significativa capacidade discricionária relativamente à informação a divulgar sobre os riscos, mesmo em cumprimento da regulação (Lajili e Zéghal 2005).

No Reino Unido, inicialmente o ASB estabeleceu a divulgação de um OFR (*Operating e Financial Review*) de base voluntária onde deveria constar um conjunto de informação, nomeadamente sobre a estrutura de capital, sobre a política financeira, sobre o princípio de continuidade, sobre o valor do balanço, impostos, fundos provenientes das operações e outras fontes e sobre a liquidez, informação que, ainda que de forma indireta, se relaciona com os riscos. Porque as empresas, na base de uma divulgação voluntária, verificavam grande disparidade na divulgação desta informação, a informação passou a ser de carácter obrigatório com a Reporting Standard nº1 a partir de Abril de 2005, sendo legalmente requerido às empresas cotadas a preparação de um *Operating e Financial Review* (OFR) cujo principal objetivo era proporcionar uma análise equilibrada e abrangente, consistente com a dimensão e complexidade do negócio, por meio de informação sobre:

- O desenvolvimento e o desempenho da atividade durante o ano financeiro;
- A posição da empresa no fim do ano;
- As principais tendências e fatores subjacentes ao desenvolvimento, desempenho e posição da empresa durante o ano financeiro;
- As principais tendências e fatores com probabilidade de afetar o desenvolvimento, o desempenho e a posição da empresa no futuro, de modo a possibilitar aos investidores o acesso às estratégias da empresa e ao potencial de sucesso dessas estratégias.

Por decisão governamental, de Novembro de 2005, esta obrigatoriedade foi revista, tendo a RS 1 sido convertida numa recomendação de boas práticas sobre o OFR, tornando a ser de carácter voluntário (Abraham e Cox 2007).

A *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), emitiu, em 2003, um relatório de princípios a serem observados no MD&A, onde define como principal objetivo o fornecimento, pelos gestores, da explicação dos fatores que afetaram a condição financeira e o resultado das operações da empresa para o período histórico coberto pelas demonstrações financeiras bem como os fatores e tendências que a gestão antevê que possam ter um impacto material na condição financeira e nos resultados futuros.

A União Europeia, com a adoção da *Modernization Directive* (EU 2003) passou a requerer que o relatório anual incluía, no mínimo, uma revisão adequada do desenvolvimento e do desempenho

dos negócios da empresa, juntamente com a descrição dos principais riscos e incertezas que a empresa enfrenta. Este requisito aplica-se tanto a empresas individuais como aos grupos.

Ainda na União Europeia, a posterior *Transparency Directive* (EU 2004), foi mais longe ao requerer um relatório de gestão intercalar, semestral, de natureza narrativa, que deve incluir, pelo menos, uma indicação dos factos mais importantes que ocorreram no primeiro semestre juntamente com uma descrição dos principais riscos e incertezas previstos para o semestre seguinte. Estes requisitos aplicam-se apenas a empresas cotadas.

Em particular no caso dos investidores, a regulação incide nos prospets de emissão de títulos, onde é exigida, num capítulo próprio designado de “Fatores de Risco”, a divulgação de uma enumeração completa dos diferentes fatores de risco para uso dos potenciais investidores.

Para além destes requisitos nas normas de contabilidade, nos relatórios de gestão e nos prospets da operações de bolsa, com os quais se pretende obter a divulgação dos riscos empresariais, o seu impacto na empresa e a descrição das ações desenvolvidas para os mitigar, há outras exigências de divulgação de informação relacionadas com os riscos que se enquadram no âmbito dos códigos de governação corporativa, fundamentalmente dirigidas aos processos de controlo interno e de gestão do risco. Como já tivemos oportunidade de referir, são divulgações de carácter diferente em que os Conselhos de Administração relatam o seu conhecimento relativo aos sistemas de controlo interno e de gestão dos riscos. Estas divulgações são requeridas, normalmente, pelos órgãos reguladores dos mercados para as empresas cotadas como é o caso da SEC, nos EUA, que, em cumprimento do *Sabanes-Oxley Act* (SOX), obriga a incluir no relatório anual uma avaliação da eficácia da estrutura de controlo interno e procedimentos para o reporte financeiros, ou o código de Governação Corporativa, no Reino Unido, que estabelece que as Administrações são responsáveis por manter sistemas adequados de controlo interno e de gestão do risco e que, pelo menos anualmente, devem efetuar uma revisão da eficácia desses sistemas e divulgar aos acionistas que o fizeram.

Quadro 15 – Divulgações dos riscos no âmbito da regulação

Tipo de Divulgação		Forma	Localização
Riscos e Incertezas	Financeiros	Quantificada	Dem Fin. / Notas
	Não Financeiros	Narrativa	MD&A/OFR/MC + <i>Risk factors</i> nos Prospectus e 10-k filings (USA)
		Quantificada ou não	
Sistemas de Gestão do Risco e Controlo Interno		Narrativa, indiciando a responsabilidade da gestão na adequabilidade dos sistemas	Relatórios específicos ou Relatórios de Gestão

Fonte: Elaboração própria

Como se constata, a divulgação dos riscos nas empresas cotadas está sujeita a três tipos de regulação, designadamente a relativa à divulgação dos riscos em geral, a relativa à divulgação dos riscos financeiros e a relativa à divulgação dos processos de controlo interno e gestão de risco.

Em termos gerais, a tendência dos principais organismos emissores de normas de contabilidade tem sido a de introduzirem o relato do risco no reporte financeiro de uma forma incremental e fragmentada (*piecemeal approach*), com foco especial no risco financeiro.

No caso das restantes tipologias de risco, a sua divulgação ou é meramente voluntária (Lajili e Zéghal 2005) ou é requerida mas em termos mais vagos pelos órgãos reguladores dos mercados, deixando-se aos gestores a decisão de encontrar a melhor forma de o fazer (Papa 2007; Dobler 2008). Fora das normas de contabilidade, os principais requisitos de divulgação regulada são os referentes aos prospetos e aos relatórios anuais sendo que os referentes aos relatórios anuais são, normalmente, considerados como menos exigentes (ICAEW 1999; Maingot, Quon et al. 2009).

Considerada no seu conceito abrangente, a divulgação dos riscos, levanta algumas discussões. A forma como a regulação pode conviver com os principais tipos de limitações ao relato, já antes identificadas, e com as quais as empresas podem evocar perda de competitividade e de valor, o modelo de reporte, designadamente o tipo e a forma a que a divulgação deve obedecer para ter conteúdo informativo, a requerida capacidade preditiva necessária à utilidade e, finalmente, se, mesmo com regulação, o valor informativo da informação divulgada garante os objetivos pretendidos.

A forma de a regulação lidar com as limitações evocadas para justificar a não divulgação do risco, designadamente a existência de informação proprietária, em algumas situações, foi permitir flexibilidade no uso de critérios de medida alternativos como, segundo referem Schrand e Elliot (1998), foi o caso da SEC, quando, em 1997, passou a requerer divulgação sobre o risco de mercado associado a produtos derivados e a introdução, nos normativos, de cláusulas que permitem a não divulgação de informação sobre o risco por empresas que enfrentem grandes prejuízos pelo facto de o relatarem (Dobler 2005), bem como a promoção de publicação de mecanismos legais de salvaguarda (*safe harbor*) para diminuir a possibilidade de ações judiciais com base em divulgação de informação prospetiva (AICPA 1994a).

A introdução destes mecanismos, designadamente a inclusão de critérios de medida alternativos, e as medidas de exceção (*opt-out*), introduzem no relato margem à discricionariedade que podem comprometer os objetivos da regulação.

O facto de as divulgações dos riscos não financeiros ser requerida com base em princípios de orientação geral (*guidance*) na forma narrativa e não necessariamente quantificada, deixando ao critério das empresas o que divulgar, leva a que o regime de divulgação destas tipologias de risco, pela margem de arbitrariedade que permite, possa ser equiparado a um regime de divulgação quasi-voluntária.

Existe diferença entre divulgação regulada e divulgação obrigatória pois podemos incluir na divulgação regulada todo o tipo de intervenções previstas para assegurar a fiabilidade da informação como os mecanismos de reforço de garantia (*enforcement*) enquanto a divulgação obrigatória é aquela que é feita em conformidade com disposições legais. A título de exemplo, no caso da informação sobre os sistemas de controlo interno e de gestão dos riscos, existe regulação que prevê a intervenção dos auditores assegurando a conformidade dos sistemas de controlo interno muito embora as divulgações previstas nos códigos de governação corporativa, em alguns países, possam ser voluntárias.

Por outro lado, a informação sobre os riscos quantificada relativamente a factos passados é suscetível de confirmação enquanto a relativa a previsões não é confirmável *ex-ante*.

De algum modo, considerando a capacidade de a informação ser confirmável ou não confirmável e ser requerida de forma narrativa não necessariamente quantificada, poderíamos falar num

quadro de divulgação regulada dos riscos real com características diferentes do quadro de divulgação formal determinado por essas circunstâncias. Em termos práticos, embora a divulgação do risco possa ser obrigatória a qualidade acaba por sempre voluntária (Kravet e Muslu 2011).

Figura 2- Forma de divulgação da informação sobre os riscos

		Formal	Real	Determinantes
Não Regulada				Incentivos/custos
	Controlo interno	Voluntária	Voluntária	Incentivos/custos
	Gestão de risco			Reputação
	Auditoria			
	Narrativa genérica			
Regulada	Narrativa específica			Incentivos/custos
	Quantificada (ñ confirmável)	Obrigatória	Quasi-voluntária	Conformidade
	C/ clausulas de <i>opt-out</i>			Reputação
	Quantificada (confirmável)			Conformidade
	Demonstrações Financeiras		Obrigatória	Reputação

Fonte: Elaboração própria

Poderíamos considerar voluntárias as divulgações meramente voluntárias, para além das previstas em qualquer regulação e as referentes aos sistemas de controlo interno e de gestão do risco (muito embora estas possam ser objeto de regulação). Poderíamos considerar quasi-voluntárias as divulgações reguladas na forma narrativa ainda que quantificada mas não confirmáveis e as divulgações sujeitas a cláusulas de *opt-out*, dada a discricionariedade que permitem, sendo que apenas restariam como obrigatórias as divulgações a fazer no âmbito das demonstrações financeiras e as efetuadas de forma quantificada e confirmáveis.

3.6.3 A capacidade informativa da informação em ambientes regulados

Embora a regulação tenha evoluído no sentido de encontrar formas, eventualmente controversas, de incorporar o risco no relato financeiro e tenha, também, encontrado formas de lidar com as

limitações ao relato do risco empresarial, subsiste ainda a questão de avaliar se a regulação pode satisfazer os objetivos que pretende.

Dobler (2004) refere que a evidência empírica na Alemanha é de que a divulgação do risco melhorou apenas ligeiramente na sequência da obrigatoriedade do seu relato (GAS 5). Equaciona várias tentativas de explicação: Falta de experiência e prática, devido ao facto de as normas serem vagas ou devido à falta de adequado ambiente de garantia de eficácia “*enforcement*”. Admite que a imposição do relato pode levar os gestores a implementar e melhorar os sistemas internos de produção de informação sobre o risco.

Mas mesmo bons sistemas de produção de informação não garantem uma informação perfeita devido à incompleta capacidade de previsão. No limite os utilizadores não podem assumir que um determinado tipo de informação é do conhecimento dos gestores. Resta sempre uma incerteza remanescente sobre a capacidade informativa e isso vai permitir discricionariedade quanto à divulgação de informação desfavorável sobre o risco. Logo o gestor pode sempre evocar que não tinha uma determinada informação para não a divulgar.

Nem o facto de ter um melhor sistema de informação sobre o risco e, portanto, melhor informação sobre o risco implica que o gestor divulgue essa informação, uma vez que pode ter incentivos particulares para não o fazer. Adicionalmente, como já se referiu, a regulação permite a flexibilização dos critérios e cláusulas de *opt-out*. Conclui-se pois que, mesmo num ambiente regulado continuará a haver margem para discricionariedade

De facto, a regulação da divulgação do risco enfrenta um dilema. Por um lado deve ser suficientemente flexível pois as diferentes empresas têm diferentes ambientes de risco, quer motivados pela sua estrutura interna quer determinados pelas características do setor de atividade, logo, impossibilitando uma regulação assente em regras rígidas. Por outro lado, para evitar a discricionariedade da gestão, deveria prescrever procedimentos concretos e só procedimentos concretos poderiam permitir a comparabilidade e ser objeto de mecanismos adequados de garantia de eficácia (*enforcement*), como a auditoria.

A situação intermédia de soluções de fornecimento de melhores práticas continua a deixar espaço para margens de discricionariedade mas, no mínimo, deveria basear-se na especificação de um formato para a divulgação, na quantificação do risco em categorias específicas onde isso seja

praticável e requerendo um mínimo de categorias de risco a reportar que poderia ser complementado pelas empresas.

Segundo Dobler (2005), a limitação da discricionariedade poderia ser limitada pela introdução de relatórios negativos para determinados tipos de risco, obrigando os gestores a declarar que não os conhecem o que iria mitigar a incerteza dos utilizadores quanto à capacidade dos sistemas de informação mas subsistindo, ainda, o problema da credibilidade da declaração. Adicionalmente requerer a divulgação dos mecanismos internos de gestão do risco e sobre como foram geridos riscos anteriormente divulgados pode ajudar os utilizadores a concluir que os gestores têm informação sobre o risco e avaliar sobre a qualidade dessa informação.

4 REVISÃO DE LITERATURA RELATIVA À DIVULGAÇÃO DOS RISCOS EMPRESARIAIS

Os trabalhos existentes sobre divulgação dos riscos empresariais têm sido desenvolvidos tanto por organizações profissionais e de normalização como pela comunidade acadêmica e são predominantemente de dois tipos: Trabalhos de cariz normativo ou prescritivo mais vocacionados para a recomendação de formas ideais de divulgação e trabalhos empíricos, dirigidos para a observação e descrição das práticas existentes, muitas vezes complementados com a identificação de características das empresas que possam ser determinantes da realidade observada. Entre os trabalhos de organizações profissionais, destaca-se, pelo relevo e impacto que teve posteriormente no desenvolvimento das propostas sobre o aperfeiçoamento do modelo de reporte corporativo, o relatório da AICPA (1994a), conhecido por *Jenkins Report*, e os relatórios sobre divulgação dos riscos empresariais publicados pelo ICAEW (Hodgkinson, Anderson et al. 1997; ICAEW 1999; 2002; 2011).

4.1 Aproximações institucionais à divulgação de riscos

AMERICAN INSTITUTE OF CERTIFIED PUBLIC ACCOUNTANTS

A AICPA (1987) emitiu um relatório “*Report of the Task Force on Risks e Uncertainties*” especificamente centrado neste tema, que deu origem, em 1994, à *Statement of Practice 94-6* (SOP 94-6) designada “*Disclosure of Certain Significant Risks e Uncertainties*”, ainda hoje em vigor (AICPA 1994b) e cujo objetivo é especificar os critérios destinados a mostrar os riscos e incertezas que afetam as empresas, pelo que a divulgação requerida é limitada aos temas com relevo para uma empresa (Schrand e Elliot 1998). A SOP 94-6 requer a divulgação dos riscos nas seguintes áreas:

- Natureza das operações;
- Uso de estimativas na preparação das demonstrações financeiras;
- Certas estimativas significativas;
- Vulnerabilidade devida a certas concentrações.

Ainda em 1994 foi publicado pela AICAP (1994a) o *Jenkins Report*, “Improving Business Reporting” - A Customer Focus”, *Comprehensive Report of the Special Committee on Financial Reporting*, que, com base num estudo alargado sobre as necessidades de informação corporativa,

feito junto de investidores profissionais, credores e consultores, teve como objetivo identificar e propor um modelo de informação abrangente que incluiria as demonstrações financeiras e toda a restante informação, com base nas necessidades dos utilizadores. Se bem que este relatório tenha um ponto específico que se refere a riscos e incertezas, a generalidade das propostas dizem respeito ao risco empresarial no seu conceito amplo.

O relatório refere haver necessidade de abandonar alguma da informação que as empresas tradicionalmente produziam e passar a requerer novos tipos de informação, a ser produzida a um custo aceitável, em que a gestão deve ser a fonte privilegiada do utilizador, numa perspetiva que se consagrou sob a designação “através do olhar da gestão” (*through the eyes of management*) que está subjacente ao desenvolvimento de, praticamente, todos os projetos de relatórios de gestão hoje em vigor, e dos projetados nos diferentes organismos reguladores.

A proposta enunciava os seguintes conceitos subjacentes às necessidades dos utilizadores.

- Analisar separadamente cada segmento de negócio que tenha diferentes riscos e oportunidades, considerando segmentos por indústria, geográficos e entidades legais;
- Compreender a natureza do negócio da empresa;
- Obter uma perspetiva previsional, que devia incluir o estudo do passado e do presente, a procura de indicadores chave na informação histórica e informação previsional, entre a qual, os planos da gestão, a avaliação dos riscos e oportunidades e dados previsionais;
- Compreender a perspetiva da gestão;
- Indicar a relevância relativa da informação;
- Compreender o desempenho da empresa face à concorrência;
- Compreender rapidamente as mudanças que afetam a empresa;
- Frequência do relato.

E, conseqüentemente, propunha as seguintes cinco categorias de informação, desdobradas em dez elementos:

- Informação financeira e não financeira:
 - Demonstrações Financeiras e notas;

- Informação operacional relevante e medidas de desempenho usadas pela gestão.
- Análise financeira e não financeira, utilizadas pela gestão:
 - Razões que conduziram a alterações na situação financeira, operacional, de desempenho e da identidade, e o efeito passado das principais tendências.
- Informação prospectiva:
 - Riscos e oportunidades, incluindo os resultantes das principais tendências;
 - Planos da gestão, incluindo fatores críticos de sucesso;
 - Comparação entre o desempenho atual do negócio e o anteriormente divulgado em termos previsionais, com as oportunidades, ameaças e planos da gestão.
- Informação sobre a gestão e os acionistas:
 - Diretores, gestores, remunerações, principais acionistas, e transações e relações entre as partes relacionadas;
- Contexto da empresa:
 - Objetivos e estratégias gerais;
 - Âmbito do negócio, descrição e propriedades;
 - Impacto da estrutura da indústria na empresa.

Embora a quase totalidade da informação pretendida, para além da constante das demonstrações financeiras, vise o conceito de risco empresarial, identificava especificamente os riscos e oportunidades como os resultantes de alterações no ramo de negócio, tais como a ameaça de produtos alternativos, alterações na capacidade negocial de fornecedores e clientes, os resultantes de concentrações nos ativos, clientes ou fornecedores, os riscos de liquidez e os ganhos e perdas contingentes relacionados com os direitos e obrigações da empresa.

Reconhecia, também, que embora os utilizadores possam ter informação sobre os riscos e oportunidades da empresa por via de outras fontes de informação, a informação com origem nos gestores é particularmente útil.

Tendo em consideração as limitações à divulgação de informação corporativa, designadamente os custos de produção da informação, a ameaça de litigância e a informação proprietária, o modelo considera que devem ser observadas as seguintes limitações:

- Apenas se deve divulgar informação que seja do conhecimento dos gestores e que estes tenham disponível de modo a evitar custos e litígios;
- Não deve ser divulgada informação que possa afetar a posição competitiva da empresa;
- Não devem ser divulgadas demonstrações financeiras previsionais devendo antes divulgar informação que permita aos utilizadores fazer as suas próprias previsões, assim se evitando custos, erros nas previsões e processos legais;
- Só deve ser divulgada informação com interesse para os utilizadores, Adotando um conceito de relato flexível, evitando custos;
- Não deve ser alargada a divulgação de informação prospetiva até haver mais salvaguardas legais que ponham a empresa ao abrigo de ações judiciais.

INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS IN ENGLAND AND WALES

Em 1997, no Reino Unido, o ICAEW publicou o relatório denominado *Financial Reporting of Risk* do grupo de trabalho, onde apresenta uma proposta de demonstração financeira especificamente sobre o risco no conceito amplo do termo (Hodgkinson, Anderson et al. 1997), abordando, portanto, todos os tipos de risco, a ser incluída, de forma voluntária no conjunto das demonstrações financeiras anuais e sujeita a revisão de auditoria.

A estrutura do documento considera, sequencialmente, os seguintes aspetos envolvidos na construção de uma demonstração financeira para o relato do risco:

- As vantagens decorrentes de uma melhor informação sobre o que a empresa faz para avaliar e gerir todos os tipos de riscos chave são proporcionar informação prospetiva prática, reduzir o custo do capital, encorajar uma melhor gestão do risco, ajudar a conseguir um tratamento igual para todos os investidores e melhorar a prestação de informação (*accountability*) para a responsabilização (*stewardship*), a proteção dos investidores e a utilidade do reporte financeiro;

- A demonstração sobre o risco deve identificar e hierarquizar os riscos chave, descrever as ações dos gestores para gerir cada risco e identificar a forma como cada risco é medido;
- Ao seleccionar a informação a ser incluída na demonstração financeira deve ser tido em consideração se essa informação é material, relevante, fiável, comparável e compreensível, se tem uma perspectiva previsional, se é adequada para o alvo dos utilizadores das demonstrações financeiras, se é clara tendo em vista os períodos temporais envolvidos e se não tem demasiada sensibilidade comercial;
- A demonstração do risco de negócio pode fazer referências cruzadas com outra informação no relatório anual e nas contas, mas deve ser uma fonte, por direito próprio, de factos e elementos que, de outra forma não seriam divulgados;
- Embora o relato do risco não seja uma novidade, muita da informação disponível, de interesse para os investidores, foi introduzida de forma dispersa, incremental, e incompleta. Com excepção do previsto nos prospectos, o risco não tem sido tratado no seu próprio direito.

Após a publicação desta proposta foram recolhidas as opiniões das empresas cotadas no FTSE 500 que foram publicadas em finais de 1998. O ICAEW (1999), conduziu uma análise aos prospectos de bolsa de cinco empresas com vista a avaliar a divulgação do risco, e publicou um relatório em que concluiu que as empresas já reportam bastante sobre o risco devendo a questão colocar-se antes em avaliar como é que se pode melhorar o reporte e, mostrando sensibilidade ao argumento das empresas de que as demonstrações financeiras tradicionais não deveriam ser sobrecarregadas com uma nova demonstração, foi abandonada a ideia inicial de uma demonstração própria mas reafirmou a necessidade de melhorar a divulgação do risco.

Mais recentemente este organismo emitiu um novo relatório (ICAEW 2011) onde faz uma retrospectiva do trabalho desenvolvido na divulgação dos riscos, inventariando as necessidades da divulgação, a experiência observada e os desafios que se colocam à divulgação. Em termos gerais, este relatório, em maior consonância com o publicado em 1999 (ICAEW 1999), atualiza a posição do Instituto, abandonando claramente a ideia de uma demonstração financeira específica *“...for many, perhaps most, firms a separate e self-contained statement of business risks will probably not be ideal.”* (ICAEW 2011, pag. 38), como tinha proposto em 1997, para sugerir uma

estratégia de divulgação dos riscos assente em sete princípios a seguir na divulgação narrativa integrada com outras divulgações, que passariam por:

- Dizer aos investidores o que eles necessitam de saber;
- Privilegiar a informação quantitativa;
- Articular a divulgação dos riscos com outras divulgações;
- Abordar a divulgação num processo que vá para além do ciclo normal de reporte;
- Centrar a atenção nos principais riscos;
- Dar ênfase às preocupações atuais;
- Divulgar informação sobre a sua experiência histórica na abordagem ao risco.

4.2 Trabalhos normativos e analíticos sobre divulgação de riscos

Os trabalhos incluídos neste subcapítulo analisam a divulgação dos riscos de forma conceptual, não empírica constando de propostas para uma melhor divulgação ou de contributos analíticos sobre o tema. Identificam-se, respetivamente, por propostas e contributos.

Proposta de Cea García (1992; 1995)

Este autor argumenta que, em conformidade com a moderna teoria das carteiras, a função de utilidade dos investidores nos mercados de capitais, principal grupo de utilizadores da informação financeira, se conforma em volta das duas variáveis do lucro e do risco, estabelecendo-se, a partir das suas diferentes combinações, um conjunto de curvas de indiferença positivas dos investidores adversos ao risco, de tal forma que para uma mesma taxa de lucro de duas empresas, será preferível investir na de menor risco e, ao contrário, para duas empresas de risco idêntico, será preferível investir na de maior lucro. Logo, se a contabilidade tem como objetivo fornecer informação útil para que os investidores possam tomar decisões económicas, deveria proporcionar informação que lhes permitisse aceder ao perfil de risco das empresas.

Tendo em conta que as demonstrações financeiras tradicionais apenas incorporam o risco de forma fragmentada e parcial, misturando-o com outros pormenores, na memória, seria necessário dispor de outro tipo de informação retrospectiva que permitisse um conhecimento pormenorizado dos resultados e dos riscos empresariais e fornecesse um quadro autêntico e significativo dos aspetos e facetas reveladoras do risco que rodeia o processo de obtenção do resultado para permitir efetuar uma predição condicionada, mas fundamentada, das duas variáveis.

Este autor propôs, em 1992, e retoma, em 1995, uma demonstração do risco empresarial, inovadora, devidamente normalizada e sistematizada, que deveria formar parte integral do conjunto das demonstrações financeiras utilizadas para a prestação de contas periódicas, pelo menos, das empresas de maior dimensão, elaborada por tipos de risco, designadamente, financeiros, comerciais, tecnológicos e fabris, laborais, fiscais, de gestão, estratégicos, de meio ambiente, políticos e outros.

Por cada tipo de risco deveria ser divulgada:

- Informação financeira suplementar desagregada e reclassificada da informação contabilística habitual, que permita captar determinadas facetas inerentes ao grau de risco

de obtenção dos resultados, como, por exemplo, desagregação por mercados, produtos, clientes, normais e extraordinários, etc.;

- Apresentação de indicadores que forneçam informações relevantes sobre determinadas circunstâncias que configuram o ambiente de risco da empresa para cuja construção seria necessária informação específica para além do que é atualmente consagrado na informação contabilística.

Se bem que alguns destes indicadores pudessem ser construídos a partir da informação já existente, outros necessitariam de informação exterior o que seria uma rutura com o atual modelo. Como exemplo de alguns indicadores são apontados a estrutura de custos fixos e variáveis, graus de alavanca operacional e financeira, quotas de mercado e concentração das vendas, apólices de seguros, riscos de taxa de juro, taxa de câmbio, mercadorias, fatores produtivos, níveis de utilização da capacidade instalada, investimentos imateriais, projetos de investigação e desenvolvimento, reservas potenciais, positivas ou negativas, não registadas pelos métodos contabilísticos, etc..

Fundamentalmente, este conjunto de indicadores, deveria proporcionar informação nova sobre o ambiente de risco em que foi obtido o resultado, para com isso aumentar a capacidade dos investidores de concluírem sobre o risco das empresas.

Proposta de Rosário Lopo (1999)

Na mesma linha de argumentação de Cea García (1992; 1995), apresenta uma proposta de demonstração do risco empresarial que, pretende, “consista na divulgação de um conjunto de informação sobre o ambiente de risco na obtenção do resultado empresarial, útil na valorização do risco a que está submetido um determinado projeto empresarial”.

Os principais aspetos desta demonstração financeira são apresentados em oito pontos:

- A finalidade principal é ser útil na toma de decisões económicas pela disponibilização, aos investidores e outros utilizadores, de uma informação adequada à valorização do risco de obtenção do resultado e sobre as circunstâncias e condições nas quais esse resultado é gerado, que permita avaliar a variabilidade desse resultado e antever em que medida se poderá repetir no futuro;

- A localização deveria ser junta às demonstrações financeiras tradicionais com igual grau de importância para proporcionar uma leitura paralela com a informação fornecida nas demonstrações financeiras principais. Esta solução permitiria abordar o princípio da prudência nas demonstrações principais, uma vez que os utilizadores teriam acesso ao risco por esta via e a memória poderia também ser reduzida nos aspetos que tivessem que ver com risco;
- A demonstração do risco deveria ter o mesmo grau de obrigatoriedade previsto para as demonstrações principais, admitindo-se um período inicial de aplicação voluntária;
- O conteúdo deveria incluir informação sobre os perigos que rodeiam a atividade da empresa mas também das medidas que a gestão adota para fazer a cobertura dos mesmos. Seria necessária informação interna da empresa e da sua envolvente. No caso da informação interna seriam dados construídos a partir quer da contabilidade financeira, quer da contabilidade de gestão interna. No caso da informação externa deveriam ser considerados dados relativos à envolvente tecnológica, legal, de concorrência, entre outras. O objetivo não é fornecer um indicador único de risco, mas sim apresentar as condições em que se gerou resultado para que o investidor possa tomar as decisões mais acertadas;
- O formato deveria ser intermédio entre uma obrigatoriedade exaustiva e uma grande flexibilidade. Reconhecendo que as circunstâncias de cada empresa são diferentes e, portanto, não permitem uma uniformização completa do formato, sugere-se um conteúdo mínimo, constituído pelos riscos estratégicos, os riscos operativos, os riscos financeiros e os riscos de meio ambiente, que as empresas poderiam não divulgar, caso se lhes não aplicassem;
- Para cada uma das categorias de risco antes identificadas, propõem-se uma série de divulgações ou tipos de informação, nomeadamente rácios, quadros análise de tendências, análise de sensibilidade e medidas de concentração, que constituem possibilidades ou alternativas a ter em conta. Deverão ser sobretudo quantitativos, admitindo-se também narrativos para o caso em que a quantificação se mostrasse difícil. As medidas a utilizar, em cada momento, seriam as adequadas à divulgação numa circunstância determinada;

- Seriam admitidos limites à divulgação, nos casos de informação com sensibilidade comercial que pudesse ser aproveitada pela concorrência;
- É recomendado o envolvimento dos auditores na verificação da demonstração do risco;

A proposta contém ainda orientação detalhada de quais os indicadores, e respetivas formas de cálculo, para cada uma das tipologias de risco propostas divulgar.

Contributo de Linsley e Shrides (2000)

Os autores fazem a discussão de duas propostas tendentes à maior divulgação de informação sobre riscos, designadamente a proposta do ICAEW (Hodgkinson, Anderson et al. 1997) para a existência de uma demonstração própria de riscos empresariais e a proposta do Comité de Basileia para o incremento da divulgação de informação sobre os riscos pelos bancos (BCBS 1998), analisando as vantagens e inconvenientes de fazer essa divulgação nos relatórios anuais, tanto na perspetiva das empresas como na dos investidores. Esta análise, se bem que feita de forma dirigida às propostas dos dois referidos organismos, tem interesse em termos globais na perspetiva de avaliar as vantagens e as limitações da divulgação dos riscos empresariais.

Se bem que, no Reino Unido, existissem, já na altura, um conjunto de normas, quer de relato financeiro quer de auditoria, que requeriam a divulgação de informação relacionada com os riscos das empresas e que existisse uma recomendação no sentido de serem discutidos no OFR (*Operating e Financial Review*) juntamente com um comentário sobre a forma de gerir esses riscos e, de forma qualitativa, a natureza e o seu impacto na empresa e, também, que o código de Governação Corporativa previsse uma revisão da efetividade ao sistema de controlo interno e que informassem os acionistas que essa revisão tinha sido efetuada, o certo é que a falta de indicações objetivas quanto à forma como as divulgações deveriam ser efetuadas, o seu carácter predominantemente qualitativo e a possibilidade de uso de divulgações amplas e genéricas, levava a que os utilizadores da informação dificilmente tivessem uma avaliação adequada dos riscos.

A proposta do ICAEW era no sentido de ser produzida uma demonstração de riscos autónoma, por todas as empresas cotadas, que passava pela identificação e hierarquização dos diferentes riscos enfrentados, pela descrição das ações adotadas para os gerir e pela definição da forma de medida de cada um, embora se reconhecesse a dificuldade de o fazer nalguns dos casos.

No caso do setor financeiro, O Comité de Basileia, no relatório de 1998 denominado “*Enhancing Bank Transparency*”, procurava dotar os participantes no mercado com informação atempada e fidedigna tendente a possibilitar o adequado funcionamento da disciplina de mercado (BCBS 1998) e requeria a divulgação, pelos bancos, de seis categorias de informação, sendo duas relativas às estratégias e práticas de gestão do risco e às exposições aos riscos.

Como principais vantagens, para além de contribuir para adequada gestão dos negócios, a divulgação dos riscos das empresas, em qualquer das propostas, permitiria aos acionistas gerir os seus próprios riscos.

Uma vez que a informação constante das demonstrações financeiras tem uma perspetiva predominantemente histórica, a informação sobre riscos a divulgar deveria ser orientada para o futuro para permitir aos investidores e outros *stakeholders* avaliar se a gestão é adequada. A possível redução do custo de capital seria uma outra vantagem possível pela redução das assimetrias de informação e pela consequente eliminação do “prémio” que os investidores e outros financiadores colocam na expectativa de retorno, quando na presença de incerteza. Outras vantagens seriam, ainda, a de colocar a gestão sob escrutínio público, a de permitir exercer uma maior pressão sobre a gestão do risco, eliminar as assimetrias de informação entre grandes e pequenos acionistas e, finalmente e em termos gerais, permitir uma responsabilização acrescida dos gestores perante todos os *stakeholders*.

Como principais inconvenientes apontam o facto de estas permitirem o recurso a cláusulas de *opt-out*, as consequências resultantes de a informação a divulgar dever ser predominantemente prospetiva e as questões relacionadas com o carácter voluntário da divulgação pressuposto nas propostas. Relativamente à possibilidade de *opt-out*, no caso da informação a divulgar se referir a circunstâncias com sensibilidade comercial cuja divulgação possa beneficiar os concorrentes e diminuir a capacidade competitiva das empresas, as limitações derivam do facto ao ser permitida a não divulgação de informação com essas características, nunca ser possível aos utilizadores avaliar que informação está a ser omitida, resultando a informação divulgada como enganadora e, adicionalmente, permitindo o uso de fórmulas de divulgação genéricas (*boilerplate*), ou mesmo declarar explicitamente ser essa a razão porque não fazem divulgações.

No caso da informação prospetiva, a questão coloca-se no âmbito da discussão de quais os objetivos principais das demonstrações financeiras, se fornecer informação para efeitos de

responsabilização (*stewardship*) devendo ser predominantemente histórica e fiável ou fornecer informação para efeitos de decisões sobre o futuro, designadamente sobre a valorização, para efeitos de investimento e, portanto, devendo ser relevante e predominantemente prospetiva. A informação sobre o risco, e bem assim as propostas de formas de divulgação em análise, estariam, em primeiro lugar, vocacionadas para assegurar o segundo destes aspetos colocando-se a questão de sua falta de fiabilidade, não obstante poder ser considerada relevante, logo, permitindo questionar a sua utilidade.

Quanto à questão de a informação sobre os riscos dever ser divulgada numa base voluntária, a questão coloca-se em termos de saber se as empresas terão, e até que nível, incentivos a fazê-lo. Para além dos benefícios antes enumerados, designadamente o de um possível decréscimo no custo de capital, as teorias da sinalização e da agência poderiam ser explicativas pois, no primeiro caso, estaria em causa os gestores pretenderem sinalizar junto dos *stakeholders* as suas capacidades superiores de gestores de risco e, no segundo caso, estaria em causa evitar a interferência acrescida por parte dos acionistas e os inerentes custos de monitorização. Adicionalmente, embora sem tanta aplicabilidade, também a teoria do custo político, no sentido de evitar regulações acrescidas, e a teoria da legitimidade poderiam ter aplicação.

Não obstante, a evidência empírica mostra níveis baixos de divulgação voluntária dos riscos, sendo possível que a existência de custos associados à divulgação, designadamente de informação proprietária e de produção da própria informação, possa estabelecer um nível de divulgação voluntária ótimo acima do qual os gestores não estão na disposição de divulgar, abrindo portas para a justificação da regulação, levando à divulgação obrigatória.

Adicionalmente a estas limitações o facto de os gestores poderem usar cláusulas de *opt-out* levanta a questão de os utilizadores poderem confiar que a informação divulgada não é enganadora o que apenas se conseguiria por meio de auditoria externa, sendo pouco possível que essa auditoria fosse muito para além da verificação de que as divulgações efetuadas são consistentes com as restantes demonstrações financeiras, podendo o conjunto das questões observadas fragilizar o valor da informação.

Contributo de Jorgensen e Kirschenheiter (2003)

Estes autores modelaram analiticamente as estratégias de divulgação voluntária dos riscos, num modelo multiempresa em que a variância dos *cash flows* futuros de cada empresa é incerta, com o objetivo de as descrever e avaliar os efeitos que resultariam de tornar obrigatória a divulgação dos riscos específicos. Cada gestor conhece a variância dos seus *cash flows* futuros e maximiza o valor da empresa escolhendo entre divulgar de forma verdadeira, suportando um custo de divulgação, ou abstrair-se de divulgar.

Os autores demonstraram ainda que a decisão de divulgação de cada gestor não depende do risco global das empresas, enquanto os preços das ações dependem, logo as decisões discricionárias de divulgação consideram apenas os riscos específicos de cada empresa e são indiferentes às decisões de divulgação dos outros gestores. Os gestores de empresas com menores variâncias de *cash flows* futuros divulgam voluntariamente a sua informação favorável sobre os riscos enquanto os de empresas com maiores variâncias optam por não divulgar, logo as empresas que divulgam apresentam maiores cotações. Um regime de divulgação obrigatória leva à diminuição do valor das empresas que não divulgariam num regime voluntário uma vez que as obriga a suportar os custos de divulgação.

Demonstraram, também, que tanto o Beta das empresas como o seu prémio de risco aumentam se o gestor divulgar, situação em que se verificam variâncias elevadas e que aumentam ainda mais caso não haja divulgação.

Contributo de Tirado e Cabedo (2004)

Os autores, constatando a necessidade de divulgação de mais informação sobre os riscos empresariais, discutem se essa divulgação deverá revestir carácter obrigatório ou voluntário, que tipos de risco devem as empresas divulgar e de que forma deveriam esses riscos ser medidos. A primeira questão, sem resposta conclusiva, é abordada com as diferentes propostas a favor e contra a regulação. A segunda questão é colocada no âmbito da necessidade de estabilizar uma classificação de riscos de aplicação generalizada. Para a terceira questão propõem a utilização do *Value at Risk* como medida dos diferentes tipos de risco, designadamente o risco de negócio, o risco estratégico, e os riscos financeiros, desagregados por risco de mercado e risco de crédito, do risco operacional e, finalmente, do risco de liquidez.

Contributo de Dobler (2008)

O autor, com base nos modelos analíticos de divulgação discricionária e de teoria dos jogos sem consequências (*cheap talk models*), que assumem as limitações na divulgação do risco como uma característica endógena, analisa a existência de incentivos para a divulgação dos riscos e a sua relação com a regulação.

Os modelos analíticos de divulgação discricionária abordam os incentivos dos gestores para divulgar ou ocultar informação de que eles têm conhecimento e, portanto, pressupõem informação verificada e credível. Os modelos analíticos de teoria dos jogos sem consequências, analisam em que medida pode ser divulgada informação credível quando a comunicação não é vinculativa e não tem custos associados e pressupõem informação não verificada (informação verificável que não foi verificada e informação não verificável). Assumindo o risco nas perspetivas de incerteza e de desvio a um objetivo, ambas relacionadas com a distribuição dos resultados futuros, ou com os parâmetros dessa distribuição, expressos pelos *cash flows* futuros, a informação sobre os riscos será a relacionada com essa distribuição ou parâmetros e deverá poder reduzir as assimetrias de informação entre os gestores e os investidores, fornecendo elementos para a avaliação do desempenho futuro.

A informação a divulgar compreende todas as categorias ou fatores de risco, o processo de gestão do risco e as previsões da gestão da distribuição dos resultados futuros ou os seus parâmetros. Se a informação sobre os fatores de risco e os sistemas de gestão do risco implementados é geralmente verificável, podendo ser, ou não, divulgada de forma verificada e, portanto, credível, já as previsões não são verificáveis, apenas podendo ser divulgadas de forma não verificada e, portanto, não credível.

A regulação poderia mitigar a discricionariedade da divulgação sobre os riscos, por parte dos gestores, favorecida por estas características da informação, mas a regulação tem sido seletiva, predominando mais sobre os riscos de mercado e permitindo diferentes formatos, mostrando a evidência empírica que, em geral, as empresas fazem pouca divulgação, sendo a que fazem geralmente de forma qualitativa e pouco dirigida ao futuro, seja em regime voluntário seja em regime regulado, pelo que a avaliação dos incentivos à divulgação dos riscos, mesmo em ambientes regulados, se torna importante, tendo presente que as características da respetiva informação permitem discricionariedade.

Uma vez que é provável que os gestores possuam informação sobre os riscos mas que podem ser discricionários na divulgação, os destinatários tenderão a interpretar as divulgações como uma forma de gestão do próprio risco. Por sua vez, os gestores podem antecipar esse comportamento dos destinatários, originando-se um ambiente de relação estratégica. Os modelos de *cheap talk*, ao considerarem a divulgação uma característica endógena, que resulta da interação estratégica entre os gestores e os destinatários da informação, e não de fatores exógenos, nomeadamente os determinados pela regulação, permitem abordar os incentivos à divulgação numa perspetiva particular que resulta das próprias características da informação e dos intervenientes no processo de comunicação.

No caso dos modelos de divulgação discricionária, para informação verificada, como é o caso das divulgações relativas a fatores de risco e aos sistemas de gestão do risco, são analisadas as situações em que resultam alteradas as premissas do princípio da revelação total (Akerlof 1970; Milgrom 1981; Milgrom e Roberts 1986; Verrecchia 2001; Beyer, Cohen et al. 2010), designadamente da existência de custos de divulgação e da existência de informação para divulgar.

No caso da divulgação dos riscos podem existir custos, tanto diretos, relacionados com a produção da informação, como indiretos, relacionados com informação proprietária, e só ocorrerá divulgação caso esta resulte em maior valor para a empresa o que implica a existência de um patamar em que apenas a informação favorável é divulgada (Jorgensen e Kirschenheiter 2003). Caso os custos fixos de divulgação sejam demasiado elevados não haverá divulgação e estabelecer-se-á um equilíbrio parcial em que, à medida que o nível dos custos aumenta, cresce também o patamar mínimo de divulgação de informação favorável. Logo, comparativamente com as que não divulgam, as empresas que fazem divulgação são as que apresentam maior valor.

Num regime de divulgação obrigatória das variações futuras dos *cash flows*, porque isso aumenta a divulgação de informação não favorável, o prémio de risco da empresa aumenta, levando a concluir que o Beta e o prémio de risco sejam menores se for ocultada informação o que resulta em incentivos à não divulgação.

No caso da divulgação dos riscos, por não se poder garantir em que medida os mesmos são do conhecimento do gestor, em especial para riscos emergentes e informação prospetiva, não há certeza quanto à existência de informação disponível para divulgar. Logo, se o gestor não fizer

divulgação ficará sempre a dúvida se tal significa ocultação de informação ou se não há informação para divulgar. O efeito é idêntico ao da existência de custos de divulgação pois nessa incerteza o gestor só divulgará a partir de um determinado nível de informação favorável, sendo que quanto mais certeza houver de que o gestor tem informação, mais divulgação ele fará aumentando a quantidade de informação não favorável. Assim sendo, nem a regulação nem a existência de sistemas de monitorização dos riscos que produzam informação sobre os mesmos garantem a correspondente divulgação pelos gestores.

Uma outra característica da informação sobre riscos é a de que, no que respeita às previsões sobre a distribuição dos *cash flows*, não pode ser verificada e, portanto, não se pode avaliar se é verdadeira ou não e, mesmo que o gestor decida divulgar informação verdadeira, o destinatário manterá a dúvida e ignorará a informação. Sendo este o domínio de análise dos modelos analíticos de teoria dos jogos sem consequências (*cheap talk models*), em que a informação ou não é verificada ou nem é verificável e não está necessariamente ligada à informação particular do gestor, há modelos que analisam as consequências num único período (*single-period cheap talk*) e em períodos repetidos (*multi-period cheap talk*).

Nos modelos de período único, em que se assume que os interesses do gestor estão alinhados com os dos acionistas, pode ocorrer divulgação credível e com conteúdo informativo em resultado de incentivos rivais de peso quase idêntico que ocorrem pelo envio de uma mesma mensagem, com algum ruído, a audiências diferentes, em geral, acionistas e concorrentes. Este tipo de mensagem consiste na divulgação de intervalos das previsões contendo a previsão que corresponde à sua informação particular. Nestes casos a possibilidade de a informação ser credível implica a existência desse ruído o que impede o gestor de divulgar a sua informação particular precisa, mesmo que resulte da existência de sistemas de gestão internos.

Nos modelos multi-período, que não pressupõem o alinhamento de interesses entre gestor e acionistas, há incentivos de divulgação rivais que resultam, por um lado, de se assumir risco moral (*moral hazard*) decorrente da assimetria de informação e da relação principal-agente e, por outro, da limitação ao comportamento oportunista do gestor em resultado do sistema de monitorização constituído pela possibilidade de confirmação *a posteriori* da veracidade das divulgações efetuadas por comparação com a realidade, permitindo controlar o gestor por divulgações incorretas por meio de processos reputacionais.

Nestas circunstâncias seria possível o gestor ter incentivos a revelar a sua informação previsional nas condições de o gestor não ter um horizonte temporal apenas de curto prazo, de os períodos de repetição serem suficientemente longos e de os relatórios anuais incluírem informação que permita avaliar as previsões anteriores e os resultados atuais. Num ambiente de risco alargado, as duas primeiras premissas dificilmente se verificam e a terceira não tem garantias de se verificar, pelo que, mesmo o mecanismo de verificação *a posteriori* fornecido pelos modelos multi-período não garante informação credível.

Logo, os modelos de *cheap talk* demonstram que dificilmente a informação previsional sobre os riscos pode ser divulgada de forma credível num ambiente não regulado pois o gestor pode não divulgar por a informação beneficiar a concorrência (custos da divulgação), por não ter informação ou pretender simular que a não tem (falta de garantia quanto à existência de informação) ou porque não o pode fazer de forma credível ou escolhe reportar de forma errada (*cheap talk models*).

A regulação tem três mecanismos para fazer face a estas limitações, podendo requerer sistemas internos de gestão do risco que garantam a produção de informação e, assim, eliminando a incerteza, pode impor mecanismos de reforço da credibilidade (*enforcement*), que se aplicam tanto à divulgação voluntária como regulada, e, finalmente, pode tornar a divulgação obrigatória:

1º) Quanto à primeira possibilidade, se bem que a existência de sistemas internos de gestão do risco possibilite garantir que há informação e possa diminuir o grau de incerteza, apenas levará o gestor a maiores níveis de divulgação no caso de informação confirmada, já que a divulgação de informação previsional pode sempre fazer-se de modo imperfeito. Independentemente de se tratar de informação verificável ou informação credível mas não verificável, a existência de sistemas internos de gestão do risco não garante, por si só, melhor ou mais credível divulgação de informação sobre os riscos.

2º) Quanto à segunda possibilidade, requerer mecanismos de garantia de que a informação é verdadeira e credível, no caso da divulgação voluntária, e, adicionalmente, conformidade com as normas, no caso da divulgação regulada, pode fazer-se por via da auditoria, com o respetivo custo associado e de responsabilidade legal. Contudo, a auditoria aplica-se unicamente à informação verificável e não garante a verificação de toda a informação, logo, alguma informação não verificada pode ainda ser omitida.

Relativamente à informação previsional, muitas vezes considerada a mais relevante no que aos riscos diz respeito embora a sua existência não garanta melhor qualidade informativa, os modelos de reporte em período único levam a que o gestor possa não divulgar porque não o pode fazer de modo credível e os modelos multi-período implicam um mecanismo de garantia (*enforcement*) que resulta da possibilidade de avaliar os desvios *a posteriori*.

Esta possibilidade de verificação *à posterior* garante precisão mais do que credibilidade *a priori* uma vez que o desvio a verificar pode não resultar necessariamente de intenção de reportar de forma desadequada, mas dever-se a outros fatores e, logicamente, não haver desvio também não significa que a divulgação tenha sido adequada. E, ainda que a precisão *à posterior* fosse importante, a determinação de valores exatos, no caso da informação sobre riscos, não é fácil de obter pois os dados reais objetivos não são fáceis de comparar com previsões feitas na forma de intervalos e de probabilidades e podem ter sido objeto de manipulação ou distorção por parte dos gestores para os alinhar com as previsões. A auditoria funciona, em termos práticos, como a verificação nos modelos multi-período pois implica avaliar a precisão de uma previsão *ex ante* e isso não é possível, sendo que, adicionalmente, introduz novos problemas de agência relativamente ao auditor.

Os sistemas de responsabilização legal podem ser outro mecanismo de reforço de credibilidade de informação, por via de responsabilidade estrita (*strict liability*) ou por via de responsabilidade indireta (*tort liability*). A responsabilidade indireta aplica-se em situações de a informação ser dada de forma errada intencionalmente o que é difícil de provar como se referiu no caso dos modelos multi-período e na auditoria podendo apresentar efeitos adversos ao incentivar o gestor a divulgar previsões, que ele tem como adequadas, com o receio de poderem vir a ser assumidas como intencionalmente enviesadas e, também, ao não garantir que se façam previsões erradas por ser impossível deteta-las objetivamente. A responsabilidade estrita aplica-se a situações em que a previsão se não cumpriu, logo vai incentivar os gestores a divulgar sob forma genérica e vaga (*boilerplate*) para evitar litigância.

Verifica-se, assim, que qualquer dos mecanismos previstos pela regulação para reforçar a credibilidade da informação sobre os riscos apresenta limitações e pode, adicionalmente, ser gerador de incentivos à não divulgação. A falta de garantia de credibilidade da informação pode ser uma das justificações para que os órgãos reguladores não sejam particularmente insistentes na obrigatoriedade de divulgação de previsões.

3º) Dadas as características da informação relativa aos riscos, a forma voluntária não garante adequada divulgação, ainda que a regulação possa favorecer a existência de capacidade informativa e a credibilidade, pelo que a terceira possibilidade consiste em tornar a divulgação obrigatória.

A análise da pertinência da obrigatoriedade da divulgação coloca-se em termos da avaliação dos benefícios para os utilizadores e dos custos que daí advêm para as empresas. O principal argumento contra a divulgação obrigatória consiste nos custos que daí decorrem para as empresas sendo que os custos diretamente associados com a produção e divulgação da informação podem determinar menor rendibilidade, embora a divulgação obrigatória procure ser eficaz sobretudo naquelas que tenderiam a ocultar informação em regime voluntário.

Por sua vez, a possibilidade de profecias auto cumpridas (*self-fulfilling prophecies*), que levaria a que a divulgação de situações adversas se constituísse num fator facilitador da sua própria ocorrência, poderia ser, igualmente, um inconveniente provocado, de forma indireta, pelo regime obrigatório, embora o argumento seja difícil de sustentar dada a sua natureza especulativa e a falta de evidência empírica.

Acresce ainda que o regime de divulgação obrigatória dos riscos sujeito a cláusulas de *opt-out*, permite aos gestores não divulgarem alguma informação facilitando a discricionariedade. Dadas as características da informação sobre os riscos a eficácia do regimes obrigatórios de divulgação pode ser questionada pois pode não permitir nenhum tipo de penalização para os infratores.

Em todo o caso, os normativos existentes não exploraram alguns mecanismos que tenderiam a aumentar a eficácia da regulação, designadamente, na incerteza da existência de informação, a obrigatoriedade de relatórios negativos sobre o não conhecimento de determinados riscos, o que a ser feito de forma fiável, permitiria a aplicação do princípio da revelação total, a divulgação de informação sobre os mecanismos e políticas de controlo de risco (estas já contempladas em

algumas normas relativamente ao anexo, mas não nos relatórios), a exploração do “efeito de rebanho” favorecido pela existência de regras formais quanto à categorização dos riscos, quantificação e formato de divulgação, aumentando a comparabilidade e, finalmente, no caso da informação previsional, a obrigatoriedade de divulgações adicionais sobre os pressupostos e métodos usados o que, ao permitir auditoria, aumentaria a capacidade de os utilizadores avaliarem a credibilidade das previsões.

4.3 Trabalhos empíricos sobre divulgação de riscos

Os estudos de investigação de cariz empírico sobre a divulgação dos riscos empresariais incidiram, na década de 90, sobretudo sobre os efeitos introdução da FFR 48 nos EUA e às subsequentes normas dos FASB sobre instrumentos financeiros, (Por ex., Linsmeier e Pearson 1997; Rajgopal 1999; Linsmeier, Thornton et al. 2002). Estudos idênticos (Por ex., Bamber e McMeeking 2010) foram efetuados noutros países após a introdução de normas de contabilidade do mesmo teor, tanto por reguladores nacionais como pelo IASB.

Os estudos empíricos sobre a divulgação mais alargada dos riscos empresariais, são uma realidade mais recente, sobretudo da década de 2000. Abraham, Marston et al. (2012) classificam os trabalhos sobre divulgação de riscos em quatro tipos, nomeadamente:

- 1) os que avaliam as alterações nas divulgações em resposta a nova regulamentação;
- 2) os que analisam o tipo de informação sobre os riscos divulgada;
- 3) os que investigam os fatores associados à divulgação dos riscos;
- 4) os que comparam práticas de divulgação entre países.

A revisão de estudos empíricos que seguidamente se efetua incide, em grande parte, sobre os últimos três tipos referidos e está segmentada pelos estudos efetuados em relatórios anuais de empresas não financeiras (grupo a que é dado mais relevo), pelos efetuados em relatórios anuais de empresas financeiras e, finalmente, em prospectos de operações de bolsa.

4.3.1 Em Relatórios Anuais de empresas não financeiras

Solomon, Solomon et al (2000) conduziram um inquérito junto de investidores institucionais no sentido de avaliarem qual a relação entre a divulgação dos riscos, decorrente da aplicação dos códigos de governação corporativa, e as suas decisões na constituição das carteiras de

investimento. Para além do trabalho empírico de investigação, os autores discutem o racional da divulgação dos riscos empresariais na perspetiva das práticas de governação corporativa, equacionando algumas questões para as quais a comunidade académica deveria encontrar resposta tendo em vista propor um quadro conceptual para divulgação dos riscos.

Focando a análise na fase de divulgação da estratégia de gestão de risco que corresponde ao quadro conceptual de controlo interno e gestão do risco resultante do *Turnbull Report* os autores defendem que deve ser discutido qual o ambiente de divulgação preferível, se voluntário ou obrigatório, se as atitudes dos investidores face à divulgação está dependente de características específicas dos próprios grupos de investidores, como sejam o horizonte temporal dos seus investimentos, se a divulgação deve ser feita de forma autónoma em demonstração específica ou deve constar de uma demonstração abrangente, se todos os riscos devem merecer igual tratamento ou se os utilizadores têm preferência por tipos de risco específicos, se a divulgação deve constar do relatório da gestão (OFR, MD&A, etc..) e, por fim, se a atual forma de divulgação é adequada e se melhor divulgação pode ajudar as decisões de investimento.

O inquérito foi feito a uma amostra de 552 investidores institucionais pertencentes aos quatro principais grupos, designadamente, fundos de pensões, dois tipos de fundos de investimento e companhias de seguros, solicitando a classificação de um conjunto de questões derivadas do quadro conceptual antes referido numa escala de 1 a 7.

Foram testadas hipóteses nos diferentes domínios deste quadro conceptual relativas à perceção da importância da governação corporativa, resultantes da experiência individual dos gestores dos fundos, do tipo de fundo, do horizonte temporal dos investimentos e da experiência organizacional.

Foram também testadas hipóteses relativas às decisões de investimento, nomeadamente que profissionais e organizações mais experientes teriam mais consciência da importância da informação sobre riscos nas decisões de investimento, à governação corporativa, nomeadamente se o conhecimento sobre a governação corporativa está relacionada com a consciência dos benefícios resultantes do seu uso e se a identificação com os objetivos da governação corporativa está relacionada com a procura de informação sobre os riscos.

Finalmente, foram testadas hipóteses relativas à forma e localização das divulgações dos riscos, testando se as atitudes dos gestores dos fundos face à divulgação dos riscos está dependente do tipo de informação divulgada bem como da sua localização nos relatórios financeiros.

Os resultados sugerem que:

- Tanto o grau de experiência dos gestores dos fundos como o tipo de fundo estão relacionados com a sua perceção dos objetivos da governação corporativa;
- A necessidade de divulgar riscos no âmbito dos quadros de governação corporativa é moderada, talvez porque os gestores dos fundos têm acesso a informação por via de reuniões individuais;
- A preferência é por um quadro não regulado de divulgação dos riscos, muito embora se possa considerar que os interesses dos acionistas não estão devidamente protegidos fora de um quadro não regulado;
- O tipo de fundo e a experiência organizacional, mais do que a individual, estão relacionados com a atitude face à divulgação dos riscos;
- O conhecimento das capacidades do quadro conceptual de controlo interno e gestão do risco está relacionado com a convicção que a divulgação dos riscos deve ser feita no âmbito da governação corporativa;
- Os investidores institucionais não têm especial preferência pelo relatório da administração (OFR, MD&A, etc.) como a localização preferencial para a divulgação dos riscos;
- Não indicam claramente que tipos de risco deve a divulgação privilegiar;
- São neutrais quanto à existência de uma demonstração específica para a divulgação dos riscos.

Beretta e Bozzolan (2004), defendendo que a quantidade de divulgações não é uma métrica adequada para a divulgação dos riscos, propõem um quadro conceptual para a análise da sua comunicação pelas empresas e um índice para medir a qualidade das divulgações e aplicam-no a uma amostra de empresas não financeiras cotadas na bolsa Italiana.

No quadro conceptual identificam, de forma autónoma, riscos estratégicos, as características das empresas em termos de estrutura financeira, corporativa, tecnológica, organizacional e de processo de negócio, e a envolvente das empresas em termos de tipo de indústria, enquadramento legal, envolvente política económica, financeira, social e natural.

Consideram também as propriedades semânticas das divulgações relativamente ao seu sinal económico, se positivo, indiferente, negativo ou sem referência, o tipo de medidas usadas na quantificação, se medidas financeiras quantitativas ou qualitativas, medidas não financeiras quantitativas ou qualitativas ou sem medida e, finalmente, a orientação temporal, designadamente, quanto ao futuro, se se trata de expectativas ou de programas e, quanto à situação real, se se trata de ações ou decisões tomadas ou da situação real.

O índice final que se propõe medir a qualidade da divulgação dos riscos pondera, de igual forma, dois sub-índices relativos à quantidade de divulgações e dois sub-índices relativos às propriedades semânticas.

No primeiro caso estão a “quantidade em sentido estrito” (RQT_i), medida pelos resíduos estandardizados de uma regressão linear múltipla em que a dimensão e o tipo de indústria, duas características normalmente identificadas como muito correlacionadas com a divulgação voluntária, são variáveis independentes e a “densidade” (DEN_i), que pretende considerar o tipo de narrativa, medida pelo peso relativo do número de frases com divulgações de riscos sobre o número total de frases do relatório.

No segundo caso, estão a “profundidade” (DPT_i) que pretende ponderar o impacto económico estimado dos riscos divulgados no desempenho futuro, resultante do peso relativo das divulgações que referem o sinal (positivo ou negativo) esperado sobre o total de frases do relatório (ECS_{ij}) e o tipo de medida usada para comunicar o impacto esperado, resultante do peso relativo de frases que contêm medidas financeiras e não financeiras sobre o total de frases do relatório (MSR_{ij}), e o “perfil da perspetiva” (OPR_i), que pretende traduzir a maneira como a gestão comunica a forma de abordar os riscos, traduzida pelo peso relativo de frases que referem programas ou ações para lidar com os riscos sobre o total de frases do relatório.

A qualidade da divulgação dos riscos viria, então, medida por $\frac{1}{4}(RQT_i + DEN_i + DPT_i + OPR_i)$. Este índice foi aplicado às divulgações observadas, por análise de conteúdo, aos MD&A de uma amostra das empresas não financeiras da bolsa de valores italiana, relativos ao ano de 2001. A

análise de conteúdo foi efetuada por diferentes codificadores e são referidos os procedimentos seguidos na criação das regras de codificação e os testes efetuados para assegurar a fiabilidade e a reprodutibilidade da informação colhida.

As principais conclusões foram de que as principais divulgações são relativas a riscos estratégicos, da estrutura financeira e do processo operacional. A maior parte das divulgações não apresentava sinal do impacto esperado no desempenho da empresa, sendo que, nas que apresentavam, esse sinal era maioritariamente positivo. Relativamente à orientação temporal, a maioria das divulgações era sobre factos atuais ou passados. As dimensões “densidade” e “orientação da perspetiva” não se mostraram relacionadas com a “dimensão” e “tipo de indústria”, variáveis que, contudo, se mostraram estatisticamente significativas para a “profundidade”.

Botosan (2004), embora elogie o propósito do trabalho antes descrito (Beretta e Bozzolan 2004), designadamente por tentar enfrentar dois temas difíceis, a qualidade da divulgação e a divulgação dos riscos, é de opinião que o mesmo ficou aquém dos propósitos iniciais.

Assinala que, embora não haja um consenso sobre o conceito de qualidade da divulgação, tanto o FASB como o IASB, nos seus quadros conceptuais, enunciam as características qualitativas que permitem aumentar a utilidade da informação para os seus utilizadores, designadamente a compreensibilidade, a relevância, a fiabilidade e a comparabilidade, que não são as características (quantidade e riqueza de conteúdo) adotadas pelos autores e que não terão sido objeto de adequada fundamentação. Além disso, defende que quaisquer dos subíndices construídos pelos autores se baseiam em quantificações de divulgações pressupondo sempre uma relação entre quantidade e qualidade.

Exemplificando com as quatro características qualitativas antes enunciadas, argumenta que para além de a determinação da qualidade da divulgação narrativa dever ser abordada de forma satisfatória, a definição de um quadro conceptual neste domínio depende sempre do contexto em que deve ser aplicado, designadamente das características dos utilizadores da informação e da questão de investigação a que se tenta responder e que, ainda que fosse possível conceber um instrumento de quantificação da qualidade da divulgação, ele seria de utilização inviável numa situação empírica devido à falta de informação, à excessiva necessidade de juízo ou ao seu custo elevado.

Termina deixando algumas perguntas que necessitam de ser respondidas, nomeadamente, qual a informação que ajuda os investidores a avaliar o risco, de que forma os investidores usam essa informação nos seus juízos, qual o objetivo dos utilizadores ao usar essa informação, se para avaliar o risco diversificável, o não diversificável, a volatilidade dos cash-flows futuros ou a formulação de previsões de futuros cash-flows ajustados pelo nível de risco, ou, ainda, de que forma as percepções do risco pelos investidores afetam os preços das ações no mercado.

Lajili e Zéghal (2005) examinaram a divulgação de informação sobre os riscos nos relatórios anuais das 300 empresas Canadianas cotadas no TSE 300, tendo em vista aprofundar o conhecimento do ambiente de divulgação, das suas características e da utilidade dessa informação para os *stakeholders*.

Recorrendo à análise de conteúdo, baseado em frases e palavras por frase, identificaram as empresas que divulgaram apenas informação obrigatória, as que divulgaram apenas informação voluntária e as que divulgaram tanto informação obrigatória como voluntária, sendo a análise feita tanto globalmente como por setores de atividade.

A análise descritiva mostrou que a maior parte das empresas divulgava simultaneamente informação obrigatória e voluntária (63%), as empresas que divulgavam apenas informação obrigatória representavam 23% e apenas 14% divulgavam informação exclusivamente voluntária. Os autores não encontraram diferenças significativas entre as empresas que divulgavam apenas informação obrigatória e as que divulgavam simultaneamente informação obrigatória e voluntária no t-teste que conduziram para comparar as médias dos dois grupos relativas a um conjunto de variáveis como o total de ativos, as vendas, os resultados, o fator Beta, o rácio de endividamento e o rácio da dívida sobre ativos.

Foi também analisado o local que as empresas escolhiam para fazer as divulgações bem como a forma e a capacidade de serem medidas, tendo-se observado que as empresas faziam as divulgações sobre os sistemas de gestão do risco principalmente no MD&A e nas notas às demonstrações financeiras, de acordo com a regulação canadiana.

As categorias de risco mais observadas foram as referentes a risco financeiro, a risco de mercadorias e a risco de mercado. Os autores observaram uma muito maior divulgação de riscos de sentido negativo (*downside risk*) do que em sentido positivo (*upside risk*). A avaliação dos riscos divulgados foi feita de forma significativa com pouca quantificação e sem análises do

impacto dos riscos nas empresas, facto que os autores admitem poder estar relacionado com a não divulgação de informação proprietária.

Os autores concluem com a opinião de que se mantém em aberto a discussão das vantagens de tornar obrigatória a divulgação de riscos não financeiros, uma vez que, para além da dificuldade em avaliar os riscos, conforme observado no estudo, o facto de os risco diferirem de empresa para empresa colocará questões acrescidas em termos de auditoria.

Mohobbot (2005) analisou as práticas de divulgação do risco nas empresas japonesas por meio de análise de conteúdo, aplicado por um único codificador e adotando a frase como unidade de medida, efetuado aos relatórios de gestão de 90 empresas não financeiras seleccionadas aleatoriamente das empresas cotadas na bolsa de *Tokyo*. Não refere qualquer teste fiabilidade usado na análise de conteúdo.

Adotou uma adaptação do *Business Risk Model* da *Arthur Anderson*, usado pelo ICAEW (Hodgkinson, Anderson et al. 1997) classificando o risco em cinco categorias principais, designadamente, risco financeiro, risco de negócio, risco operacional e outro, risco de *compliance* e risco de processamento de informação e tecnológico.

Foi testada a relação do nível de divulgação do risco, global, financeiro e não financeiro, com as variáveis dimensão das empresas, medida pelo logaritmo natural do volume de negócios e do valor dos ativos, risco das empresas, medido pelo *Market-to-book* rácio e pelo *gearing* rácio, a rendibilidade, medida pelo *Return on Assets* (ROA) e pelo *Return on Equity* (ROE) e a concentração acionista, medida por elo número de ações detidas pelos dez principais acionistas. Testou, também, se o risco era divulgado, maioritariamente, de forma quantificada, se tinha uma orientação predominantemente de factos passados ou futuros e se se referia a boas ou a más notícias.

Para além da estatística descritiva, utilizou a correlação de *Pearson* e o teste não paramétrico de *Mann-Whitney*. Salienta que a inexistência, no Japão, de diretivas para a divulgação dos riscos pode ser responsável pelo menor nível geral de divulgação comparativamente com outros países que têm essas diretivas e concluiu que o nível de divulgação está significativamente correlacionado com a dimensão das empresas. Não encontrou correlação com o risco específico nem com a rendibilidade. Igualmente, não foram encontradas relações entre o nível de divulgação dos riscos e o grau de concentração acionista.

Concluiu que a divulgação efetuada pelas empresas japonesas é predominantemente de riscos não monetários, são divulgadas sobretudo boas notícias, mesmo mais do que divulgações genéricas (*boilerplate*) e predominantemente sobre factos passados.

Linsley e Shrives (2005a) analisaram a divulgação dos riscos nas empresas britânicas por meio de análise de conteúdo a todas as componentes narrativas dos relatórios anuais, incluindo as notas às demonstrações financeiras, de uma amostra de 79 empresas não financeiras inglesas cotadas no FTSE 100. Este estudo foi depois complementado, em especial na associação com duas novas métricas para o risco das empresas, e republicado pelo que as principais conclusões coincidem com Linsley e Shrives (2006).

Linsley e Shrives (2006) analisaram a divulgação dos riscos nas empresas britânicas por meio de análise de conteúdo a todas as componentes narrativas dos relatórios anuais, incluindo as notas às demonstrações financeiras, de uma amostra de 79 empresas não financeiras inglesas cotadas no FTSE 100. A análise de conteúdo foi efetuada por um único codificador, treinado e previamente instruído pelos autores, e teve como unidade o número de frases. Foi elaborado um pre-teste com uma codificação independente pelo codificador e pelos autores no sentido de definir um conjunto de regras de desambiguação. Como teste de consistência foi utilizada uma amostra de cinco relatórios analisados individualmente pelo codificador e um dos autores que proporcionou o teste de consistência *Scott's pi* de 0,789.

Partindo de uma definição de risco abrangente que contempla tanto os desfechos positivos (*upside risk*) como os negativos (*downside risk*) e utilizando o *Business Risk Model* da *Arthur Anderson*, usado pelo ICAEW (Hodgkinson, Anderson et al. 1997), testaram a relação entre, por um lado, a quantidade de divulgações totais, por riscos financeiros e não financeiros, e, por outro, a dimensão e o nível de risco específico das empresas bem como as características das divulgações observadas, designadamente, a relação entre divulgações monetárias e não monetárias, a relação entre divulgações sobre factos passados e factos futuros e a relação entre boas e más notícias.

Como *proxi* de dimensão das empresas foi utilizado o logaritmo natural do volume de negócios e o valor de mercado, calculado pela média anual. Como *proxi* de risco específico foram usados o *gearing ratio*, o rácio de cobertura dos ativos, os betas, o rácio do valor contabilístico dos capitais

próprios sobre o valor de mercado dos capitais próprios, o *quiscore*, o *BiE Index* e o *Innovest EcoValue 21TM Rating Model*.

As hipóteses do estudo relacionadas com a dimensão e o risco foram testadas pelo coeficiente de correlação de *Pearson*. Relativamente à dimensão, foram encontrados valores de correlação positiva tanto para o nível de divulgação global como para os riscos financeiros e para os não financeiros em qualquer das métricas de dimensão utilizadas, permitindo concluir por uma forte correlação entre o nível de divulgação e a dimensão das empresas. Relativamente às métricas utilizadas como medida de risco, foram encontradas correlações positivas entre o nível de divulgação global, financeiro e não financeiro e o *BiE Index* e o *Innovest EcoValue 21TM Rating Model*, mas não se encontrou correlação significativa com as outras métricas utilizadas.

As hipóteses relativas às características das divulgações efetuadas, designadamente, monetárias-não monetárias, passado-futuro e boas notícias - más notícias, foram testadas com o teste de *Wilcoxon*, permitindo concluir que o número de divulgações não monetárias é significativamente superior ao de divulgações monetárias, mas que o número de divulgações sobre o passado não é significativamente diferente do de divulgações sobre o futuro e que o número de divulgações contendo boas notícias é significativamente superior ao das divulgações contendo más notícias.

Berger e Gleißner (2006) analisaram a divulgação dos riscos nos relatórios anuais das empresas alemãs em resultado da entrada em vigor, na Alemanha, de um novo quadro legal de reporte financeiro em que passou a existir, a partir de 1998, uma norma específica para a divulgação dos riscos a, GAS 5. O estudo envolveu os relatórios de 92 empresas não financeiras listadas no HDAX, no período de 2000 a 2005 e pretendeu avaliar a qualidade das divulgações dos riscos em cumprimento da norma existente, bem como a avaliação dos sistemas de gestão do risco.

Embora na Alemanha seja requerida a divulgação dos riscos por norma própria (GAS 5), de aplicação obrigatória às contas consolidadas mas também recomendada às empresas individuais, obrigando à divulgação, em relatório próprio, de informação sobre o sistema de gestão de risco, de informação qualitativa e quantitativa sobre os riscos relevantes, classificados por categorias de risco, de informação sobre a política de risco e, ainda, sobre as medidas de tratamento do riscos, devendo todos os riscos que possam implicar insolvência ser catalogados de “risco de insolvência”, a quantificação dos riscos apenas é requerida se for economicamente viável.

O estudo envolveu a análise do conteúdo de informação atribuindo de 1 a 3 pontos em 5 variáveis de divulgação requeridas pela norma, designadamente se é feita a definição de categorias de risco, se é feita a descrição dos riscos, se é efetuada a quantificação dos riscos, se são descritas medidas para o seu tratamento e se é divulgada a exposição ao risco.

Para além disso, relativamente aos sistemas de gestão do risco, foram igualmente notados de 1 a 3 pontos outras 5 variáveis, designadamente a divulgação da política de risco, a divulgação dos métodos e técnicas de análise de risco, a divulgação do método de agregação, o quadro conceptual e a documentação de controlo dos riscos.

Na análise dos riscos divulgados foi usada uma categorização em “risco estratégico”, “risco de mercado”, “risco financeiro” “risco político/legal e socioeconómico”, “risco de *corporate governance*” e “riscos operacionais, de cadeia de valor e outros”, sendo atribuída uma escala de 0 a 5 consoante se tratasse de riscos “sem significado”, “com significado médio”, “com significado relevante”, “risco sério” e “risco de insolvência”.

Foram testadas as correlações com as variáveis dimensão, medida pela capitalização do mercado, número de páginas do relatório de risco, avaliação da qualidade de informação, expressa em total de pontos atribuídos, avaliação dos sistemas de gestão de riscos, expressos pelo total de pontos atribuídos, avaliação global da qualidade dos relatórios de risco, o rácio de estrutura de financiamento do ativo, a rendibilidade e o número de tipos de risco divulgados.

Os autores concluíram que, embora tratando-se de um regime de divulgação obrigatória, a qualidade da informação divulgada sobre riscos melhorou desde 2000 mas de forma moderada, em especial no que se refere à quantificação dos riscos o que poderá resultar tanto da não existência de riscos para divulgar como, existindo, da decisão de não os divulgar, levando a manutenção de assimetrias de informação.

Combes-Thuélin, Henneron et al. (2006) investigaram a noção de risco, os requisitos de divulgação obrigatória e de que forma as empresas francesas cumprem com a divulgação obrigatória nos seus “documentos de referência” (em geral os relatórios de gestão)⁸, por meio de análise qualitativa fundamentada na *grounded theory*.

⁸ A autoridade Francesa dos Mercados Financeiros requer que as empresas cotadas divulguem a informação num “Documento de Referência” podendo esse documento de referência ser o Relatório Anual que, no Capítulo IV, deve incluir divulgação de informação relativa aos riscos.

Da análise do conjunto das referências feitas nos diferentes normativos legais ou regulamentares que requerem a divulgação de riscos concluíram que a sobreposição de diferentes requisitos de relato por diferentes entidades leva, por um lado, a não existir uma definição clara e inequívoca do conceito de risco na regulação e, por outro lado, a que, por parte das empresas, se observe, também, diferentes práticas e conceitos.

Embora se tenha observado, nos três casos estudados, que as divulgações predominantes se referiam às práticas de gestão do risco comparativamente com as de descrição de riscos, o que, segundo os autores pode ser explicado pelas teorias de “*impression management*” e da legitimidade, concluiu-se que não existe uma uniformização das práticas de divulgação levando a questionar a possibilidade de os utilizadores poderem ter um adequado acesso aos perfis de risco das empresas.

Abraham e Cox (2007) analisaram a relação entre a quantidade da divulgação narrativa sobre riscos e o tipo de governação corporativa, a propriedade e o efeito de estar cotado simultaneamente em Inglaterra e nos EUA, nos relatórios do ano de 2002, numa amostra de 71 empresas não financeiras cotadas no FTSE 100.

Utilizaram um quadro de análise da informação em função da sua proveniência, designadamente se referente a risco de negócio, a risco financeiro ou a informação resultante do processo de controlo interno. Para a variável dependente quantidade de divulgação sobre riscos, relativamente ao tipo de governação corporativa, testaram se não havia associação entre o número de administradores executivos e se a associação positiva com o número de administradores não executivos era maior para administradores não executivos independentes do que para administradores não executivos não independentes.

Relativamente à estrutura de propriedade, testaram a existência de associação positiva com o grau de propriedade por fundos de seguros de vida, medido pelo número de ações por eles detidas, a associação negativa com o grau de propriedade por fundos de pensões autogeridos, medido pelo número de ações por eles detidas, e a não associação com o grau de propriedade por fundos de pensões com gestão autónoma, igualmente medido pelo número de ações por eles detidas. Relativamente à condição de estar cotado simultaneamente em Inglaterra e nos EUA, testaram, com variável *dummy*, a existência de associação positiva.

Porque o nível de divulgações sobre riscos pode diferir, entre empresas, por outros fatores, nomeadamente a dimensão, o tipo de atividade e o risco específico, estas variáveis foram adotadas como variáveis de controlo, sendo adotadas como métricas, respetivamente o logaritmo natural das vendas, variáveis *dummy* identificando seis setores de atividades não financeiras e o rácio entre as dívidas totais e o total de ativo, bem como a variância dos preços das ações nos 60 meses anteriores a meados de 2002.

A variável dependente, quantidade de divulgação, foi obtida por análise de conteúdo com base em frases e, dentro de estas, em palavras, ao OFR, à declaração de *corporate governance*, à declaração de fatores de risco de negócio e à declaração do *Chairman* de advertência relativa ao futuro.

Foi possível concluir que, embora todas empresas divulgassem informação relativa a riscos financeiros e sobre o processo de controlo interno, apenas 40% divulgava informação sobre risco de negócio.

A dimensão e o risco específico foram considerados significativamente associados com a quantidade de divulgação enquanto o setor de atividade, como em Beretta e Bozzolan (2004), não foi considerado relacionado com o nível de divulgação.

Relativamente ao nível global de divulgação, foi possível concluir que a propriedade por fundos de pensões auto geridos, instituições de detenção de títulos a longo prazo, está negativamente relacionada com a quantidade global de divulgações de risco, a propriedade por Fundos de Seguros de Vida, instituições de detenção de títulos a curto prazo, está positivamente relacionada com a quantidade global de divulgação, a maior quantidade de administradores executivos e de administradores não executivos independentes está positivamente relacionada com a quantidade global de divulgações, enquanto o número de administradores não executivos não independentes não verificam relação significativa.

Abraham, Solomon et al (2007) desenvolveram uma metodologia para a análise da qualidade das divulgações sobre riscos com base numa amostra de 14 empresas não financeiras cotadas no FTSE 100, analisando os seus relatórios no período de 2002 a 2004.

Seguindo a sugestão de Botosan (2004), na sua discussão do trabalho de Beretta e Bozzolan (2004), de que a noção de qualidade da divulgação se deveria fundamentar em quadros conceptuais de organismos profissionais ou de regulação, usaram um quadro de análise

construído a partir do relatório Jenkins (AICPA 1994a) em que classificaram as divulgações do risco em quatro temas, designadamente “estereótipos”, em que avaliam se a divulgação segue uma norma, uma fórmula imutável ou se é flexível face aos acontecimentos, “especificidade”, em que avaliam se os riscos divulgados são específicos da empresa ou se são gerais, “capacidade de ser mensurável”, em que avaliam se os riscos divulgados são suscetíveis de ser medidos de forma a poderem ser comunicados ou se são de tal forma genéricos e vagos que não permitem mensuração e, finalmente, “evidência de medida” em que avaliam se houve tentativa de quantificação e se essa quantificação foi comunicada.

Concluíram por uma fraca qualidade da divulgação dos riscos nas empresas que constituíam a amostra. Na dimensão “estereótipo” verificaram que a maior parte das empresas divulgava a mesma informação nos três anos observados sem qualquer tentativa de explicar de que forma os acontecimentos dos últimos anos afetavam um tipo de risco em particular. Na dimensão “especificidade” concluíram que a maior parte das empresas divulgavam, de facto, riscos relativos às suas operações e setor de atividade com informação útil para que os investidores pudessem formular um perfil de risco das empresas. Relativamente à dimensão “evidência de medida” observaram que a maior parte das empresas não disponibilizavam informação sobre a probabilidade de ocorrência dos riscos nem do possível impacto nos *cash-flows* futuros das empresas, em linha com outros trabalhos de investigação que referem que as empresas são relutantes em quantificar os efeitos dos riscos (Beretta e Bozzolan 2004; Linsley e Shrives 2006). Na dimensão “capacidade de ser mensurável” observaram que na amostra a informação sobre riscos divulgada não era completamente vaga e abstrata, podendo ser suscetível de medida, sem que, no entanto, a maior parte das empresas não tenha dado evidência da avaliação das medidas.

Os autores analisaram, também, a possível associação entre os níveis de divulgação apurados no estudo e duas variáveis independentes, relativas às características das empresas, que maioritariamente são referidas como verificando maior associação com o nível de divulgação, designadamente a dimensão, medida pelo logaritmo do valor de mercado ao longo do ano, e o risco específico, medido por três variáveis, a volatilidade dos títulos, o grau de alavancagem e o fator beta, idênticos aos usados por Linsley e Shrives (2006).

Embora o tamanho da amostra não permita generalizar os resultados, estes evidenciaram uma relação positiva e muito significativa entre os índices globais de qualidade da divulgação e o

tamanho das empresas, embora essa associação não fosse observada para as diferentes dimensões de qualidade usadas no estudo.

Não foi encontrada associação significativa entre os níveis globais de qualidade da divulgação dos riscos e as diferentes métricas de risco. No entanto, as dimensões volatilidade e fator beta apresentaram forte associação com a dimensão “especificidade” o que permitiria concluir que quanto maior o risco, mais detalhadamente as empresas divulgam no sentido de proporcionar aos acionistas uma melhor compreensão e avaliação dos riscos que afetam as empresas, em linha com Linsley e Shrivies (2006) que argumentam que quanto maior o risco das empresas mais incentivos os gestores têm para divulgar informação sobre os riscos e explicar as suas causas.

Dia e Zéghal (2008) desenvolveram uma análise de “*fuzzy groups*” sobre as divulgações de risco nos relatórios (notas e MD&A) de 217 empresas cotadas na bolsa de Toronto no sentido de criar medidas de risco que permitissem aos utilizadores uma mais fácil avaliação dos perfis de risco das empresas a partir das divulgações narrativas efetuadas nos relatórios.

Para tal, para além de definirem medidas de risco “*fuzzy*” verificaram a validade dessas medidas para os investidores testando se o seu uso conduziria às mesmas decisões que seriam tomadas com base nas medidas convencionais de risco e rendibilidade contabilísticas, designadamente a rendibilidade financeira, a rendibilidade dos ativos e a rendibilidade dos capitais próprios, e do mercado de títulos, designadamente a taxa de retorno de um ativo (ação ou carteira de ações) o risco de mercado (beta) e o risco não sistemático.

A metodologia consistiu na recolha das divulgações de risco dos relatórios por análise de conteúdo, e na sua conversão em números “*fuzzy*”, na conversão de numerus “*fuzzy*” em valores precisos e, por fim, na comparação das empresas por recurso ao método TOPSIS.

Concluíram que as duas medidas “*fuzzy*” criadas, nomeadamente a “exposição ao risco”, que poderia ser classificada como uma medida de risco, e “gestão do risco”, que poderia ser considerada uma medida de desempenho global, verificaram uma elevada correlação com a maioria das medidas contabilísticas de mercado relativas à rendibilidade e ao risco e que explicavam a maior parte destes indicadores.

Tirado e Cabedo (2009) reconhecendo as vantagens da divulgação dos riscos pelas empresas, designadamente a melhoria da precisão das previsões dos resultados e a diminuição do custo de capital (que reconhecem como sendo indicada pela investigação teórica mas sem clara

confirmação pela investigação empírica), constataam que a maior parte dos estudos sobre a divulgação dos riscos empresariais tem adotado o número de frases como medida do conteúdo informativo. Defendendo que tal método não é adequado, porquanto um maior número de frases pode não significar, necessariamente, maior ou melhor informação sobre os riscos, propõem uma nova metodologia baseada em cinco diferentes estadios que diferenciem, de forma qualitativa, as divulgações das empresas, calculando-se, a partir deles, índices agregados sobre os quais seja possível efetuar análise estatística e analisar o conteúdo informativo das divulgações.

O Estadio 1 assinala que a empresa apenas indica os riscos a que está exposta, o Estadio 2 assinala que a empresa descreve o tipo de risco e a forma como afeta a empresa, o Estadio 3 assinala que a empresa divulga, de forma quantificada, o impacto do risco, o Estadio 4 assinala que a empresa divulga informação sobre o processo de gestão risco e o Estadio 5 assinala se a empresa divulga os instrumentos utilizados para lidar com os riscos.

Com base numa classificação dos riscos em global, financeiros e não financeiros, aplicaram a metodologia a uma amostra constituída pelas 95 empresas não financeiras cotadas na Bolsa de Madrid em Dezembro de 2005, para testar as hipóteses de associação com a divulgação dos riscos mais frequentes na literatura, designadamente, a dimensão, medida pelo logaritmo natural do total de ativos, o risco específico, medido pelo rácio de endividamento e pelo rácio *book-to market*, a rendibilidade, medida pelo ROA e pelo ROE, e a composição do conselho de administração, medida pelo número de administradores independentes.

Na aferição sobre qual o tipo de riscos mais divulgados aplicaram o teste *Wilcoxon* e para testar as hipóteses o coeficiente de correlação de *Pearson*. Não referem qualquer procedimento relativo à recolha da informação dos relatórios nem de eventuais testes de fiabilidade relativos à análise de conteúdo.

Constataam que a maior parte das empresas não divulga informação sobre riscos, que 37% não divulga riscos financeiros e que 58% não divulga informação sobre riscos não financeiros, não obstante estarem obrigadas a incluir no relatório de gestão os principais riscos a que estão expostas.

Uma percentagem elevada de empresas divulga a forma como os riscos financeiros as afetam bem como as formas de gestão do risco adotadas e quais os instrumentos usados para os mitigar, embora poucas sejam as empresas que quantificam estes riscos. Já os riscos não financeiros são

menos divulgados, menos empresas indicam de que formas são afetadas por eles e ainda uma menor percentagem divulga as políticas de gestão e a forma de os mitigar.

Relativamente às hipóteses testadas concluíram que as empresas divulgam mais riscos financeiros do que não financeiros, que a dimensão está positivamente associada quer com a divulgação global de riscos quer com os dois sub tipos de riscos financeiros e não financeiros, confirmando os resultados de outras pesquisas como as de Linsley e Shrides (2006) e de Mohobbot (2005).

Relativamente à relação entre a divulgação e o risco das empresas, apenas observaram uma relação positiva entre a divulgação de riscos financeiros e o *book-to-market*. Não foi encontrada relação entre a divulgação dos riscos não financeiros e este rácio. Não foi também observada qualquer associação entre a divulgação dos riscos e o rácio de endividamento, em linha com estudos anteriores (Mohobbot 2005; Linsley, Shrides et al. 2006; Abraham e Cox 2007).

Relativamente às hipóteses sobre o governo corporativo, encontraram uma associação positiva entre a divulgação dos riscos global e não financeiros com o número de administradores executivos, embora essa associação não se tenha observado relativamente aos riscos financeiros.

Amran, Bin et al. (2009) analisaram as divulgações de riscos efetuadas nas componentes não financeiras dos relatórios anuais das empresas malaias com o objetivo de verificar a sua intensidade e relacionar os níveis de divulgação com as características das empresas. Salientando que a maior parte dos estudos sobre divulgação de riscos tem origem em amostras de países desenvolvidos, realçam o interesse dessa análise num país em desenvolvimento.

Por análise de conteúdo, tendo a frase por unidade e após aplicação de testes de fiabilidade, quantificaram as divulgações de riscos, de acordo com as categorias utilizadas noutros estudos, nomeadamente no de Linsley e Shrides (2006), efetuadas na componente narrativa dos relatórios anuais de 100 empresas escolhidas aleatoriamente das cotadas na bolsa Malaia, pertencendo 70 ao primeiro quadro e 30 ao segundo.

Fundamentaram a definição das hipóteses na perspetiva da teoria dos *stakeholders* e testaram, por regressão múltipla, a associação da quantidade de divulgação com as estratégias de diversificação das empresas (diversificação por produtos e diversificação geográfica), medida pela quantidade de produtos e quantidade de países alvo, com a dimensão, medida pelo volume de negócios anual, com o endividamento, medido pelo rácio de endividamento (endividamento sobre o ativo)

e com o setor de atividade, designadamente, o de bens de consumo, o comercial, o hoteleiro, o de infraestruturas, o de imobiliário, o tecnológico e o de prestação de serviços.

Relativamente à localização das divulgações observaram que a maior parte foi efetuada na declaração do presidente (*chairman statement*), seguida pelas efetuadas no relatório das operações (*operational review*) e apenas um número muito reduzido no MD&A, o que tem de ser relacionado com os requisitos de divulgação determinados pela regulação do país.

Como principais resultados constataram que a tipologia de risco que maior número de empresas divulgou foi o risco estratégico, seguida do risco operacional, risco de *empowerment*, aparecendo o risco financeiro apenas em quarto lugar. A mesma hierarquia relativa foi observada através da frequência de divulgações em cada risco medida pelo número de frases.

Na investigação sobre associação da quantidade das divulgações com as variáveis independentes, a diversificação, por produtos e geográfica, e o endividamento, embora positivamente correlacionadas, não apresentaram associação significativa enquanto a dimensão se revelou significativamente associada. Associação significativa foi, igualmente, encontrada com os setores de atividade de infraestruturas e tecnológico.

Veemaele, Vergauwen et al. (2009) analisaram as determinantes, em termos de características das empresas e dos seus modelos de governação empresarial, das práticas de divulgação do risco nas empresas não financeiras Belgas. Utilizaram análise de conteúdo, aplicado por um único codificador, nos relatórios de gestão do ano de 2006, de 46 empresas belgas cotadas, de média e grande capitalização, para classificar as divulgações de risco em quatro categorias que funcionaram como variáveis dependentes, designadamente, risco financeiro, risco operacional, risco legal, fiscal e de regulação e, por fim, risco de negócio, estratégico e reputacional, sendo cada uma destas categorias desdobrada em subcategorias.

A relação entre o nível de divulgações de risco foi testada para as variáveis independentes “dimensão da empresa”, medida pelo volume de vendas, “rendibilidade”, medida pelo ROA, “risco sistémico”, medida pelo BETA resultante da estimativa semestral no período 2002 a 2006, “qualidade de auditoria”, medida por variável *dummy* distinguindo se o auditor era ou não uma das *big-4*, “existência de comité de risco ou gestor de risco”, medida por variável *dummy* identificando a existência ou não daqueles órgãos, “composição do Conselho de Administração”, medido por um rácio entre o número de gestores não executivos no total de membros do

Conselho e, finalmente, para a variável “estrutura de direção”, medida por variável *dummy* identificando a existência, ou não, de uma direção dual.

Como medida de consistência interna das medidas de divulgação foi usado o alfa de *Cronbach* aplicado a diferentes mensurações das várias categorias de risco.

Para além de estatísticas descritivas, foi calculado o coeficiente de correlação de *Pearson* para as variáveis dependentes e independentes, surgindo o nível global de divulgação significativamente correlacionado, de forma positiva, com a “dimensão” e com a “existência de comité de risco ou gestor de risco” e, de forma negativa, com a “rendibilidade”.

As empresas de maior dimensão aparecem como as que mais provavelmente têm como auditor uma *big-4*, instituem um comité de risco e verificam maior percentagem de administradores não executivos. O índice global de divulgação revelou-se consideravelmente alto nas empresas de maior dimensão, nas de menor rendibilidade, nas empresas com comité de risco e em empresas com maior percentagem de administradores não executivos.

A aplicação do modelo de regressão linear revelou que a “dimensão”, a “rendibilidade”, e o risco sistémico” estão fortemente correlacionadas com o índice de divulgação do risco, embora na “rendibilidade” a associação seja negativa.

Rajab e Heley-Schachler (2009) analisaram as divulgações de riscos efetuadas pelas empresas do Reino Unido nos anos de 1998, 2001 e 2004 com o objetivo de avaliar as tendências da divulgação no intervalo de tempo abrangido e observar eventuais relações entre a divulgação e as características das empresas.

Por meio de análise de conteúdo aos relatórios anuais de 52 empresas pertencentes ao FTSE 100, nos três anos referidos (156 relatórios), testaram o crescimento do número de divulgações ao longo do tempo em resultado do incremento progressivo da legislação e testaram a relação entre a quantidade de divulgações e a dimensão das empresas, o endividamento, o setor de atividade e a condição de estar, adicionalmente, cotada nos EUA (*cross listing*), embora não explicitem, no trabalho, quais as métricas usadas para a dimensão e o endividamento.

Na análise utilizaram uma classificação de riscos em três grandes categorias, designadamente, “riscos da envolvente” (*environmental risks*) onde enquadram todos os riscos determinados por circunstâncias externas, incluindo os financeiros, os políticos, os sociais, os de regulação, os de

tipo de atividade (concorrência, clientes, fornecedores, etc.) e os referentes a questões climáticas e catástrofes, “riscos operacionais” e “riscos estratégicos”. Adicionalmente, identificaram características das divulgações, nomeadamente se eram quantificadas ou qualitativas, a orientação temporal, referentes ao passado, ao futuro ou sem orientação temporal e se se tratava de boas notícias, más notícias ou notícias neutrais.

Utilizando os testes de *Wilcoxon* e *t-test* compararam as médias das divulgações dos diferentes anos, tendo concluído pela existência de diferenças significativas nas médias de divulgações com um sentido crescente ao longo do tempo.

Para as hipóteses de associação da quantidade de divulgação com características das empresas, como a dimensão e o endividamento, utilizaram coeficientes de correlação de *Pearson*, tendo concluído pela não associação significativa com qualquer destas variáveis, o que, em particular no caso da dimensão, contraria muita da investigação anterior.

Para testar a relação com o setor de atividade utilizaram o teste *One-way ANOVA*, concluindo por diferenças significativas entre setores sendo que os que evidenciaram maior divulgação foram as indústrias básicas, os recursos naturais, os bens de consumo não cíclico e as indústrias gerais. Estes setores foram ainda reagrupados, de forma dicotómica, entre industriais e não industriais e sujeitos aos testes estatísticos *t de student* e *U Mann-Whitney* permitindo concluir que as empresas industriais divulgam mais riscos do que as empresas não industriais.

Os mesmos testes estatísticos foram utilizados para relacionar a quantidade de divulgação com a condição de estar cotado nos EUA, tendo-se concluído que as empresas simultaneamente cotadas apresentavam maior número de divulgações.

Como conclusões gerais, observam que, muito embora o número de divulgações tenha crescido ao longo do tempo, em resultado do efeito do acréscimo de regulação, muitas das divulgações são feitas de forma neutral e não quantificada, sobretudo para dar resposta às exigências dos códigos de governo corporativo, podendo ser questionada a qualidade e acréscimo de utilidade dessa informação.

Hassan (2009) analisou as características específicas das empresas e a divulgação dos riscos empresariais nos Emirados Árabes Unidos (UAE) por recurso a uma amostra de 49 empresas, financeiras e não financeiras, retirada das empresas cotadas na bolsa do Dubai ou do Abu Dubai que, à data do estudo, tinham as suas contas de 2005 divulgadas.

Definindo a divulgação do risco, de forma abrangente, como a incorporação nas demonstrações financeiras de informação sobre estimativas dos gestores, avaliações, cumprimento de políticas contabilísticas como a imparidade, cobertura de risco por meio de derivados, instrumentos financeiros, justo valor, operações de concentração e ainda informação não financeira sobre os planos da gestão, estratégia de recrutamento e outros riscos operacionais, económicos, políticos e financeiros, operacionalizou a pesquisa por recurso a um índice de divulgação auto construído e não ponderado, subdivido por diferentes categorias, designadamente, informação geral sobre riscos, políticas contabilísticas, instrumentos financeiros, cobertura de risco com derivados, reservas, informação por segmentos e riscos financeiros e outros. A informação para a construção do índice foi retirada dos relatórios anuais, dando origem ao valor 1 ou 0 caso a divulgação de cada item fosse ou não encontrada nos relatórios.

Mediante regressão linear múltipla, a variável dependente nível de divulgação, obtida pelo índice, e as variáveis independentes, dimensão da empresa, medida pelo logaritmo natural dos ativos totais, nível de risco específico, medido pelo rácio de endividamento, e pelo rácio dívida sobre capital próprio, setor de atividade, medido por variável *dummy* separando as empresas financeiras (1) das empresas não financeiras (0) e as reservas das empresas, medidas pela percentagem de resultado transferido para reservas, em que as variáveis independentes apresentaram uma capacidade explicativa da variável dependente de aproximadamente 30 %.

A variável dimensão, embora positiva, não foi significativa, - contrariamente às conclusões da generalidade da literatura – facto que o autor atribui ao diferente contexto de negócio em que operam as empresas dos EAU. A variável risco específico, medida pelo rácio da dívida sobre o capital próprio mostrou-se positiva e significativamente explicativa, em linha com resultados de outros trabalhos (Linsley e Shrivies 2006). O facto de as empresas pertencerem, ou não, ao setor financeiro também se apresentou explicativo do nível de divulgação de risco e, finalmente, não se revelou significativa a relação negativa com as transferências para reservas.

Neri (2010) investigou o comportamento das empresas italianas relativamente à divulgação e à forma de gerir os riscos que enfrentam ou estimam enfrentar. Tendo em consideração a evolução do *Management Commentary* do IASB e a alteração ocorrida na lei italiana que passou a requerer um capítulo próprio no relatório de gestão visando a divulgação dos riscos, propôs-se observar a forma como as empresas reagiram a estas alterações da regulação e investigar eventuais relações

entre a divulgação dos riscos, o desempenho das empresas e as suas características. Para tal, desenvolveu uma análise de conteúdo, usando o *software* Bako, a uma amostra de 153 empresas não financeiras dos vários escalões da bolsa italiana no período de 2005 a 2008. Não dá evidência de qualquer teste de fiabilidade relativamente à recolha da informação.

Usou uma classificação dos riscos em financeiros, legais, operacionais e de negócio, categorias para as quais quantificou o respetivo número de frases, de acordo com a metodologia de análise de conteúdo aplicada.

Investigou se, no período em análise, ocorreu ou não um aumento de divulgações de riscos nos relatórios pela análise da evolução do número de divulgações nos diferentes anos e, às observações do ano de 2008, aplicou análise estatística para validar as hipóteses de associação do nível de divulgação com algumas características das empresas, que funcionaram como variáveis independentes, designadamente, o tamanho, medido pelo logaritmo natural do volume de vendas, a rentabilidade, medida pelo ROA, o risco, medido pela variável BETA, calculado com estimativas mensais no período 2004 a 2008, a qualidade de auditoria, medida por variável *dummy* assinalando ou não uma das *big-4* e a existência de um comité de risco ou de um gestor de risco, medido por variável *dummy* assinalando, ou não, a sua existência.

Usando a correlação de *Pearson*, não encontrou qualquer associação significativa na amostra global. No entanto, nos diferentes segmentos de empresas, não foi encontrada qualquer associação no segmento *Standard*, enquanto no segmento *blue chip* foi encontrada associação positiva entre o nível global de divulgação e a dimensão. No segmento *Star* foi encontrada associação negativa com a rentabilidade.

Por regressão múltipla, na amostra global, encontrou uma relação significativa com a dimensão mas não encontrou relação com qualquer das outras variáveis independentes. No grupo das *blue chips*, encontrou relação significativa positiva com a dimensão e negativa com o risco. No grupo das *Star* observou relação positiva com o risco e negativa com o ROA.

Atan, Maruhun et al. (2010), analisaram as divulgações de risco efetuadas pelas empresas não financeiras malaianas, no ano de 2006, através de análise de conteúdo a uma amostra constituída por 150 empresas listadas no primeiro *ranking* da bolsa da Malásia pertencentes a cinco setores de atividade em que cada um conseguiu reunir um número de empresas superior a 30, designadamente, consumo, indústria, construção, comércio (*trading*) e serviços.

Com base na análise de conteúdo construíram um índice de divulgação dicotômico, abrangendo 63 categorias de divulgação, sendo 29 obrigatórias e 34 voluntárias, retiradas dos quesitos de divulgação das normas de contabilidade, da bolsa da Malásia e, no caso das voluntárias, retiradas da literatura. O artigo não explicita as categorias nem o respetivo conteúdo e, muito embora faça menção aos testes necessários para assegurar a fiabilidade do processo de construção do índice, não refere como foram aplicados.

Os objetivos do estudo eram avaliar o nível de divulgação dos riscos pelas empresas da Malásia, o nível de divulgação de riscos derivada de imposições obrigatórias e derivada de atitude voluntária, bem como testar a possível associação entre a divulgação e algumas características das empresas habitualmente referidas na literatura como podendo influenciar o seu nível, designadamente, a dimensão, o endividamento e o setor de atividade.

Como métricas das variáveis independentes usaram o logaritmo natural das vendas anuais, para a dimensão, o rácio endividamento a longo prazo sobre os capitais próprios, para o endividamento e variáveis *dummy*, para os setores de atividade.

Como principais resultados observaram um reduzido nível de divulgação sobre riscos em geral, embora a divulgação de questões obrigatórias, como expectável, fosse maior do que a divulgação de questões voluntárias, o seu nível moderado indica que as empresas malaias podem não estar ainda a cumprir, na íntegra, com os quesitos legais e obrigatórios. Por regressão linear concluíram que o nível de divulgação dos riscos, fosse em termos globais ou desagregado em divulgação obrigatória e voluntária, está positivamente associado com a dimensão, com o endividamento e com o setor de atividade, embora o R^2 relativamente baixo indique que apenas 7% a 19% das divulgações possa ser explicada por estas variáveis, indiciando, portanto, que a divulgação poderá ser explicada por outros fatores não considerados. O fator dimensão mostrou uma associação significativa enquanto o endividamento e o setor de atividade, embora contribuindo para a divulgação, não mostraram ser significativas. O setor de atividade igualmente não evidenciou ser significativo com exceção da indústria da construção.

Oliveira, Rodrigues et al (2011a) avaliaram as divulgações sobre riscos nos relatórios anuais de 2005 das empresas não financeiras portuguesas, sendo 42 empresas cotadas na bolsa de Lisboa e 39 empresas não cotadas.

O estudo incidiu sobre um momento, o ano de 2005, anterior quer à harmonização contabilística resultante da implementação das IFRS, em Portugal, quer à crise financeira de 2008. Reconhecendo que o trabalho de investigação existente sobre a divulgação dos riscos pelas empresas tem sido explicado por diferentes teorias, designadamente, pela teoria da agência, do custo político, dos *stakeholders*, da sinalização e institucional e também pela perspectiva dos custos proprietários, propõem uma abordagem teórica abrangente, que concilie a teoria da agência, a da legitimidade e a perspectiva “baseada nos recursos” (*resources-based*).

Na formulação das hipóteses de possíveis associações entre a divulgação dos riscos e características das empresas, enquadram na teoria da agência as hipóteses de relação da divulgação com as características da propriedade (concentração ou dispersão de capital), com a existência de administradores não executivos, com a existência de comités de auditoria independentes e com o rácio de endividamento.

Na teoria da legitimidade, combinada com a perspectiva baseada nos recursos (*resources-based*), enquadram as hipóteses de relação com a dimensão e com a sensibilidade ambiental, fatores que expressam a visibilidade.

Utilizaram ainda como variáveis de controlo a condição de estar cotado em bolsa e o facto de aplicarem ou não as normas internacionais de contabilidade.

Por meio de análise de conteúdo, e após procedimentos de controlo de fiabilidade, quantificaram as divulgações sobre riscos utilizando a frase como unidade de contagem, classificando-as em três categorias, a exemplo de Abraham e Cox (2007), designadamente, riscos financeiros, riscos não financeiros e divulgações relativas ao modelo de gestão do risco, identificando também características semânticas, designadamente quanto ao sinal económico (monetário/não monetário), orientação temporal (passado/futuro), perspectiva (boas notícias/más notícias/neutral) e tipo de divulgação (obrigatória/voluntária), criando um nível de divulgação relacionada com o risco, resultante dos três tipos de divulgações consideradas (*DDR*).

Como métricas para as variáveis independentes, utilizaram a concentração acionista superior a 10% e o controlo de direitos de voto (a maior proporção de direitos de voto pertencentes a um único acionista), no caso da estrutura de propriedade. Uma vez que as duas métricas se mostraram significativamente correlacionadas, no sentido de ultrapassar eventual colinearidade,

construíram um índice de estrutura acionista a partir das duas métricas recorrendo a análise de componentes principais.

A variável independente “administradores não executivos independentes” foi medida pela percentagem de administradores independentes no total dos concelhos de administração, a independência dos comités de auditoria foi medida pela percentagem de membros não executivos nos respetivos comités, o tipo de auditoria foi medido por variável *dummy* assinalando, ou não, uma das *Big 4*, o rácio de endividamento foi medido pelo quociente entre o endividamento e o total do ativo e a dimensão das empresas por três métricas diferentes, nomeadamente, o total do ativo, o total das vendas e o número de trabalhadores.

Também no caso da dimensão, dado que as diferentes métricas se revelaram correlacionadas, foi construído um índice de dimensão por meio de análise de componentes principais.

A sensibilidade ambiental foi medida por variável *dummy*, assinalando, ou não, a pertença a um setor de atividade particularmente sensível a questões ambientais.

As variáveis de controlo “condição de estar cotado em bolsa” e “Adotar as IAS/IFRS” foram medidas por variáveis *dummy*. Uma vez que as diferentes variáveis independentes foram afetadas a diferentes enquadramentos teóricos foi ainda testado se o nível de divulgação dos riscos observado foi especialmente determinado por cada um dos modelos teóricos adotados ou por outros fatores.

A maioria das divulgações observadas foi de riscos não financeiros e a menor proporção respeitava a divulgações sobre os sistemas de gestão do risco sendo que os autores descrevem estas últimas como sendo genéricas e vagas e, portanto, insuscetíveis de ajudar os utilizadores da informação a avaliar os sistemas de gestão do risco.

O número de más notícias, embora superior, foi próximo do número de boas notícias o que os autores consideraram coerente com os fundamentos das teorias, quer da agência, quer da legitimidade, quer, ainda, da perspetiva baseada nos recursos.

As divulgações sobre o passado foram muito mais frequentes do que sobre o futuro o que, pelo facto de a informação sobre o passado ser tida como mais fiável e menos provável de afetar a legitimidade, é interpretado como consistente com esta teoria e com a perspetiva baseada nos recursos.

As divulgações não monetárias foram superiores às divulgações monetárias o que os autores entendem como facilitador da legitimidade e promotor da reputação e imagem, igualmente de acordo com a teoria da legitimidade e a perspectiva baseada nos recursos.

As divulgações sobre riscos não financeiros voluntárias foram superiores às divulgações obrigatórias, enquanto as divulgações sobre riscos financeiros obrigatórias foram superiores às voluntárias.

Por estatística bivariada, com as correlações de Pearson e Spearman, validaram-se todas as hipóteses de relação da divulgação do risco colocadas, relativas ao número de administradores não executivos, à independência dos comitês de auditoria, à sensibilidade ambiental, à estrutura acionista e ao endividamento, assim como às variáveis de controlo.

Por regressão múltipla foi possível concluir que a divulgação dos riscos estava positivamente associada com a dimensão, a sensibilidade ambiental, o tipo de auditoria, o endividamento, a condição de estar cotada em bolsa e o número de administradores validando as hipóteses de relação respetivas.

Não foi encontrada relação entre o nível de divulgação dos riscos e a estrutura de propriedade como também não foi encontrada relação entre a divulgação dos riscos e a independência dos comitês de auditoria.

Dobler, Lajili et al. (2011), numa comparação internacional das práticas de divulgação dos riscos, avaliaram os atributos e a quantidade de divulgações e, também, a sua associação com o nível de risco das empresas nos Estados Unidos da América, no Canadá, no Reino Unido e na Alemanha, países que apresentam as maiores economias e maiores capitalizações de mercado, na América e Europa, bem como são aqueles que verificam, há mais tempo, uma maior atenção à divulgação dos riscos e, consequentemente, uma regulação mais avançada sobre a matéria. Todos estes países estiveram representados no grupo de trabalho sobre o *Management Commentary*, do IASB que, recentemente, emitiu uma *practice statement* relacionada com a gestão e divulgação dos riscos.

A existência de ambientes de regulação avançados no que respeita à divulgação do risco, embora no Reino Unido e Alemanha tenham características idênticas por ambos os países estarem sujeitos à regulação da união europeia, permitia esperar maior facilidade de encontrar divulgações sobre riscos, em especial nos relatórios de gestão, uma vez que no Anexo as

divulgações requeridas em todos os países são de idêntica natureza e especialmente relacionada com a aplicação das normas de contabilidade que preconizam os procedimentos a adotar e as divulgações a fazer no caso do uso de instrumentos financeiros.

Em resultado dos diferentes requisitos legais, as divulgações nos relatórios de gestão são mais detalhadas nos EUA e mais fundamentadas em princípios, na Alemanha, único país da amostra que tem um quadro legal do tipo continental. Assim, em todos os países da amostra, as divulgações sobre riscos, nos relatórios, podem ser encaradas como sendo função, quer do ambiente de regulação, quer da existência de incentivos, num regime quase voluntário, estando qualquer dos aspetos relacionado com o ambiente cultural e dependendo, adicionalmente, das características específicas das empresas.

Os objetivos de investigação consistiram na identificação das características das divulgações dos riscos em cada um dos diferentes países, na identificação das diferenças das divulgações dos riscos entre países e no estabelecimento de relação entre a quantidade das divulgações efetuadas e o nível de risco de cada empresa dentro das respetivas amostras.

Por meio de análise de conteúdo aos relatórios de gestão e ao anexo dos relatórios anuais de 160 empresas não financeiras do setor transformador (40 empresas de cada país), de modo a evitar variações nas divulgações relacionadas com o setor de atividade, identificaram qual a localização das divulgações, se no Relatório de Gestão, se no Anexo e se as divulgações respeitavam a aspetos relacionados com os sistemas e políticas de gestão do risco ou a fatores de risco. Por recurso a regressão múltipla relacionaram as divulgações dos riscos observadas com diferentes métricas do risco específico das empresas, controlando os resultados para o efeito dimensão.

Para atingir os objetivos de investigação a que se propuseram testaram um conjunto de hipóteses. Para identificar as características da divulgação em cada país, se a quantidade de divulgações não diferia, significativamente, entre o Anexo e o Relatório de Gestão, se a quantidade de divulgações relacionadas com fatores de risco não diferia, significativamente, da relacionada com a gestão do risco, se a quantidade de divulgações quantificadas era menor do que a de divulgações feitas de forma qualitativa, se a quantidade de divulgações prospetivas era menor do que a das divulgações referentes ao presente, ao passado e sem orientação temporal definida e se a quantidade de divulgações sobre riscos financeiros não diferia da referente a riscos não financeiros. Para identificar diferenças nas divulgações dos diferentes países testaram se a quantidade das

respetivas divulgações não diferia e para identificar eventual relação entre a quantidade de divulgação e o risco das empresas testaram a não existência de associação, tendo usado cinco métricas para o risco das empresas, designadamente o Beta (risco sistemático), o rácio de endividamento (risco financeiro), o grau de *leverage* operacional, o peso das vendas para o estrangeiro e a existência de um cliente dominante (risco não financeiro).

O primeiro grupo de hipóteses foi testado por análise bivariada (testes de significância para a comparação de médias) tendo-se concluído que as empresas da amostra americana registaram maior número de divulgações do que as dos outros países, seguida da amostra alemã. O facto de existirem elevados desvios padrão dentro de cada amostra confirma grande heterogeneidade nas práticas de divulgação das empresas, mesmo dentro do mesmo setor de atividade.

As divulgações sobre riscos foram maioritariamente feitas no Relatório de Gestão, comparativamente com o Anexo, com mais evidência nos Estados Unidos da América e Canadá, já que na Alemanha e Reino Unido as diferenças foram menores, o que se pode atribuir à envolvente legal e à aplicação das IFRS.

No Canadá e nos Estados Unidos da América a maior parte das divulgações referia-se a fatores de risco enquanto no Reino Unido a maior parte das divulgações era relativa a gestão de risco e na Alemanha não foi encontrada diferença significativa.

As divulgações qualitativas foram, para todas as categorias de risco e em todos os países, dominantes relativamente às divulgações quantificadas e as divulgações prospetivas foram, também em todos os países, inferiores às referentes a factos presentes, passados ou sem orientação temporal, sendo os Estados Unidos da América e o Reino Unido os países que, ainda assim, verificaram maior número de divulgações relativas ao futuro.

Os riscos financeiros foram os que verificaram maior número de divulgações seguidos dos riscos de mercado, operacionais, de regulação e, por último, os naturais. Contudo, na análise dos dados de cada país, verificou-se que, no caso dos Estados Unidos da América e da Alemanha, o total das categorias de riscos não financeiros foi superior ao dos riscos financeiros, sendo que, no Canadá e no Reino Unido, as diferenças entre as divulgações de riscos financeiros e não financeiros não são significativas.

As comparações entre países, por *pairwise*, revelaram diferenças significativas na quantidade de divulgações, quer totais, quer nas diferentes categorias, surgindo as empresas dos Estados Unidos

da América como as que maior número de divulgações registaram, em termos totais e parcelares, seguidas das empresas alemãs.

Relativamente à hipótese de relação ente a divulgação e o nível de risco, na amostra total confirmou-se a não existência de associação estatisticamente significativa, embora os coeficientes sejam positivos. Contudo, para algumas das métricas consideradas, nomeadamente o Beta e o rácio de endividamento (*proxies* de, respetivamente, risco sistemático e risco financeiro), a associação revelou-se estatisticamente significativa.

A dimensão das empresas, usada como variável de controlo, mostrou-se significativamente associada com a quantidade de divulgação de riscos, confirmando resultados de estudos anteriores. Em termos das amostras de cada país, a hipótese de não existência de associação não foi confirmada, observando-se resultados mistos.

Em termos gerais, com exceção do Reino Unido, verificou-se uma associação entre a quantidade de divulgações e o nível de risco das empresas, embora essa associação tenha sido positiva no caso dos Estados Unidos da América e Canadá, e negativa, no caso do Reino Unido, para o fator Beta, e Alemanha, para o rácio de endividamento, o que pode suportar a existência de um *disclosure motive* nos países americanos e um *concealing motive* na Alemanha, relacionado com o peso da banca no financiamento das empresas.

Kajüter (2001)⁹, conforme referido por Berger e Gleißner (2006) e Dobler (2008), analisou os relatórios de 82 empresas não financeiras alemãs cotadas no DAX30 e no MDAX referentes ao ano de 1999, após a entrada em vigor da GAS 5, tendo concluído que a qualidade da informação sobre os riscos era insuficiente e de duvidosa relevância.

Kajüter e Wincler (2002), também referidos por Berger e Gleißner (2006), analisaram as divulgações dos riscos de todas as empresas alemãs cotadas no HDAX efetuadas nos anos 1999 a 2001, tendo chegado à mesma conclusão.

⁹ Alguns trabalhos sobre divulgação de informação sobre riscos têm origem na Alemanha, sobretudo, devido ao facto de este país ser o único a requerer a divulgação dos riscos por meio de uma norma específica. Dada a impossibilidade de rever, em pormenor, estes trabalhos, por falta de domínio do idioma, recorreremos a referências indiretas localizadas na restante literatura.

Li (2006) testou a eficiência do mercado relativa à informação narrativa contida nos relatórios anuais, em especial se o sentimento de risco divulgado, decorrente de ênfase em riscos e incertezas, tem consequências nos resultados e nos retornos futuros das ações.

Por análise de conteúdo automático aos formulários 10-K de 34.180 empresas não financeiras americanas, referentes ao período 1994 a 2005, retirados da base de dados EDGAR da SEC, com informação dos períodos contábilísticos de 1993 a 2004, construiu um índice de sentimento de risco com base na frequência das palavras com conteúdo de risco ou incerteza dos referentes anos e avaliaram as alterações no sentimento de risco por comparação com o sentimento de risco do ano anterior.

Relacionou a variação no sentimento de risco com diferentes características das empresas como os resultados, o valor de mercado dos capitais próprios, o rácio *book-to-market* (quociente entre o valor contábilístico e o valor de mercado dos capitais próprios). Verificou uma relação negativa entre a variação do sentimento de risco e os resultados do ano e uma relação positiva com a dimensão das empresas e com as que apresentam maior crescimento.

Como principais resultados, concluiu que uma forte ênfase no sentimento de risco nas componentes narrativas dos relatórios está associada com menores resultados futuros e que esse sentimento de risco permite prever resultados futuros uma vez que as empresas com maior aumento do sentimento de risco verificaram resultados significativamente mais negativos do que as empresas com menor aumento do sentimento de risco. Os resultados, globalmente considerados, levam a concluir que o mercado de capitais sub-reage à informação narrativa dos relatórios.

Campbell, Chen et al. (2010), partindo do princípio de que o facto de a SEC ter passado a requerer, desde 2005, a divulgação dos fatores de risco na secção 1 A dos documentos 10-K tem como pressuposto que essas divulgações, feitas normalmente de forma narrativa e relatando predominantemente fatores com impacto negativo, têm utilidade para os utilizadores e uma vez que, pelo facto de não conterem informação da probabilidade de ocorrência dos riscos nem da quantificação do respetivo impacto, as divulgações narrativas são normalmente vistas como pouco informativas, testaram o conteúdo informativo das divulgações de riscos efetuadas nestes documentos, quer em termos de existência de informação com significado (não *boilerplate*), quer

em termos de existência de nova informação para os utilizadores (informação sobre novos factos e não apenas repetição de riscos já conhecidos).

Para o primeiro caso, investigaram se o indicador de divulgação de riscos, total e subdividido pelas categorias de “risco sistemático”, “risco idiossincrático”, “risco financeiro”, “risco fiscal” e “risco legal” verificava alguma relação com os níveis de divulgação das outras empresas e com métricas dos mesmos tipos de risco das empresas.

Para o segundo caso investigaram se os mesmos indicadores verificavam alguma relação com métricas de mercado após a divulgação, designadamente o beta de mercado, para o risco sistemático, e a volatilidade nos retornos das ações, para o risco idiossincrático. Esta premissa é feita com base no trabalho de Kothari, Li et al. (2009) que aponta para que a divulgação de boas notícias reduz o custo de capital enquanto a divulgação de más notícias aumenta o custo de capital. Logo, sendo as divulgações nos fatores de risco da secção 1A predominantemente negativas, a sua associação positiva com as medidas de risco baseadas no mercado, permitiria concluir pela capacidade das referidas divulgações incorporarem nova informação.

Ainda relativamente à possibilidade de as divulgações incorporarem nova informação, testaram se a divulgação dos fatores de risco (informação negativa) está negativamente associada com a assimetria de informação nos investidores, medida pelo diferencial entre a compra e a venda dos títulos (*bid-ask spread*) o que, a confirmar-se, permitiria também concluir pela existência de informação incremental nas divulgações.

Finalmente, controlaram os resultados para a hipótese de o conteúdo informativo esperado pela confirmação das hipóteses anteriores poder ser devido a outras fontes de informação posteriores e não à informação veiculada nos formulários 10-K. Para isso, testaram se as divulgações dos fatores de risco estavam negativamente associadas com retornos anormais em momentos próximos das datas de apresentação dos referidos formulários.

A construção da medida de divulgação dos fatores de risco foi obtida por análise de conteúdo automático sobre as secções 1A (fatores de risco), 7 (MD&A) e 7A (riscos de mercado) dos formulários 10 K constantes da base de dados EDGAR da SEC, em que a unidade de análise foi a palavra (foram medidas as palavras totais, as palavras chave de risco e as palavras chave por categoria de risco).

As métricas utilizadas para avaliar os riscos *ex ante*, foram a dimensão, medida pelo logaritmo do valor de mercado dos capitais próprios, o endividamento, medido pelo quociente entre as dívidas totais e os ativos, a volatilidade diária dos retornos das ações, medida pelos retornos anormais médios do mercado até 2 dias antes da disponibilização dos documentos 10-K, o Beta do mercado, a assimetria (*skewness*) dos retornos diários das ações, o volume médio de transações, o facto de ser, ou não, auditado por uma das principais auditoras, a taxa de imposto e a rendibilidade, medida pelo resultado líquido.

Como principais resultados, observaram que a dimensão dos formulários 10-K, expressa em número de palavras totais ou palavras-chave, verifica uma associação estatisticamente significativa e positiva com a dimensão, o endividamento, a volatilidade dos retornos, o volume de transações e o facto de ser auditada por uma das principais empresas de auditoria e estatisticamente significativa, mas negativa, com a rendibilidade, a taxa de imposto e a assimetria dos retornos diários.

Também a quantidade de palavras-chave identificadas com cada subcategoria de risco se revelou estatisticamente associada às métricas de cada subcategoria, o risco sistemático muito significativamente associado ao Beta de mercado, o risco idiossincrático fortemente associado à volatilidade anormal das ações, o risco financeiro positivamente associado ao endividamento, o risco de imposto negativamente associado com a taxa de imposto e o risco de litigância positivamente associado com a dimensão.

Estas conclusões validam a hipótese de que a informação disponibilizada nos formulários 10-K tem conteúdo informativo e não são apenas divulgações genéricas de aplicação universal (*boilerplate*).

Concluíram, também, que o Beta $_{(t+1)}$ – risco sistemático - estava significativamente relacionado com a quantidade de divulgação, medida quer em palavras totais, quer em palavras-chave, no ano (t) o que se mostrou verdade também para a volatilidade – risco idiossincrático - o que confirma a hipótese de que os investidores incorporam a informação divulgada nos formulários 10-k em momentos posteriores à divulgação.

Por observação de relação negativa entre a quantidade de divulgação, total e por palavras-chave, e o diferencial entre oferta e procura (*bid-ask spread*), após controlar para a incorporação de

informação, validaram a hipótese de que as divulgações efetuadas nos formulários 10-K reduzem as assimetrias de informação entre os acionistas.

Por observação de relação negativa entre a quantidade de divulgação e os retornos anormais em data próxima da disponibilização dos formulários, validaram a hipótese de que os investidores a informação divulgada nos preços das ações das empresas.

Globalmente consideradas estas observações permitem concluir que a informação divulgada pelas empresas na secção 1A (fatores de risco), onde é suposto divulgar informação que revele se a empresa é particularmente especulativa ou arriscada (*speculative or risky*), tem utilidade e que os investidores incorporam essa informação nos preços das ações.

Kravet e Muslu (2011) analisaram a associação entre as variações das divulgações sobre riscos efetuadas pelas empresas americanas nos documentos 10-K e as variações nas cotações de mercado e na atividade dos analistas financeiros no momento da divulgação dos documentos, no período de 1994 a 2007.

Os autores assinalam que as divulgações narrativas dos riscos diferem de outro tipo de divulgações porque elas apenas explicam os fatores que podem afetar o desempenho futuro das empresas e a sua posição operacional e financeira, ou seja, mais do que dar indicações sobre o nível futuro do desempenho, dá aos utilizadores indicações sobre o intervalo desse desempenho. Este facto relaciona-se com a capacidade informativa das divulgações pois, se as divulgações tiverem capacidade informativa, alteram as perceções dos utilizadores de duas maneiras, levando os utilizadores a alterar a extensão das suas previsões sobre o desempenho futuro e a alterar, também, o seu grau de confiança nas previsões, sendo que, se a extensão das previsões aumentar, o grau de confiança diminui.

O trabalho pretendeu testar a forma como as divulgações sobre os riscos afetam a perceção do risco pelos utilizadores, designadamente se as divulgações são, normalmente, genéricas e sem conteúdo, (*boilerplate*), não alterando, portanto, as perceções dos utilizadores, se as divulgações informam os utilizadores de contingências ou fatores de risco que eles desconheciam (convertendo *unknown unknowns* em *known unknowns*), situação que os autores classificam como argumento de divergência (*divergence argument*), levando ao aumento da perceção de risco pelos utilizadores e consequente diminuição do grau de confiança, ou se as divulgações informam sobre contingências e fatores de risco que os utilizadores já conheciam permitindo que eles

apenas atualizem e clarifiquem o seu conhecimento sobre os riscos já conhecidos (*known unknowns*), que os autores classificam como argumento de convergência (*convergence argument*), levando os utilizadores a reduzir a sua perceção sobre o risco das empresas, aumentando, assim, o seu grau de confiança.

Para concretizar estes testes, e uma vez que as empresas tendem a repetir, de ano para ano, uma parte significativa das suas divulgações, usaram como variável dependente as variações anuais na quantidade divulgações de riscos e como variável independente a perceção do risco pelos utilizadores, medida por diferentes métricas, designadamente, as variações na volatilidade dos retornos das ações, que mede a maior ou menor incorporação de informação nos preços, as variações no volume de transações, que medem a maior ou menor divergência de opinião sobre as ações, as variações na dispersão das previsões dos analistas e as divergências nas revisões das previsões dos analistas.

A quantificação das divulgações de risco foi feita por análise de conteúdo computadorizado aos documentos 10-K da base de dados EDGAR da SEC, em que a unidade de análise foi a frase com conteúdo de risco definido como estando associado a um conjunto de palavras e respetivos afixos e sufixos relacionadas com informação prospetiva refletindo risco ou incerteza.

Adicionalmente, tentaram avaliar se a divulgação obrigatória teria mais capacidade informativa para os utilizadores do que a divulgação voluntária e, dado que é empiricamente difícil estabelecer uma fronteira clara entre os dois tipos de divulgação devido à existência de diferentes tipos de regulação e períodos de vigência, assumiram como obrigatória a variação média da divulgação de uma empresa em linha com a variação média das outras empresas do mesmo setor de atividade e como voluntária a variação média das divulgações de uma empresa se diferente das verificadas nas empresas do mesmo setor.

O estudo pretendeu também aferir se as divulgações de risco de cariz negativo teriam um efeito adicional nas perceções de risco por parte dos utilizadores, embora os gestores tendam a fazer divulgações sobre riscos negativos para obviar a possível litigância posterior.

O índice de variação das divulgações dos riscos mostrou-se positiva e significativamente associado com as variações na volatilidade do retorno das ações, com as variações na volatilidade retornos diários negativos, com a dimensão dos documentos 10-K, com as variações no volume de transações, com as variações na dispersão de previsões positivas e com as variações na

volatilidade das revisões das previsões, o que os autores interpretam como uma clara rejeição de que as divulgações sobre os riscos não tenham valor informativo.

O argumento de divergência, ao ser predominante sobre o argumento de convergência, leva a concluir que as divulgações levam os utilizadores a conhecer incertezas até então desconhecidas o que, alargando o intervalo das previsões dos utilizadores sobre o desempenho das empresas, leva à diminuição dos níveis de confiança nas suas previsões.

As variações nas divulgações alinhadas com o respetivo setor de atividade mostraram-se mais relacionadas com o aumento da perceção de risco por parte dos utilizadores, pelo que as divulgações voluntárias tenderiam a ter mais capacidade informativa do que as divulgações voluntárias.

Por sua vez, observaram que as divulgações de cariz negativo levaram à redução das perceções de risco pelos utilizadores o que pode resultar de serem predominantemente feitas de forma genérica (*boilerplate*).

4.3.2 Em Relatórios de Gestão de empresas financeiras

Embora nos últimos anos se tenha assistido a um aumento de trabalhos empíricos sobre a divulgação dos riscos empresariais, a maior parte desses estudos tem incidido sobre empresas do setor não financeiro uma vez que o setor financeiro está sujeito a regulação de divulgação específica. Dos poucos estudos de divulgação de risco efetuados em empresas deste setor, a maior parte verificou-se no setor bancário (Linsley, Shrives et al. 2006) sendo os estudos em seguradoras mais escassos.

No setor bancário os principais trabalhos, até 2005, eram da autoria do Comité de Basileia baseados em inquéritos de divulgação, com metodologias semelhantes, em que os órgãos de supervisão de cada país, com base nos relatórios dos respetivos bancos, respondiam a um inquérito envolvendo 104 questões cuja divulgação se considerava relevante, agrupadas em 12 categorias, assinalando se eram ou não divulgadas ou se a questão não se aplicava.

Com base nestes inquéritos apurava-se o número de questões divulgadas, não divulgadas ou sem aplicação em cada categoria permitindo uma caracterização da evolução das divulgações ao longo do período em que os inquéritos eram feitos (Linsley, Shrives et al. 2006).

Linsley, Shrives et al. (2006), analisaram a natureza e as características das divulgações de riscos nos relatórios de gestão dos bancos de Inglaterra e Canadá e procuraram, igualmente, testar a existência de eventuais relações entre o número de divulgações observadas com características dos bancos. O facto de o debate sobre este tipo de divulgações se encontrar, na altura, mais avançado nestes países foi determinante para a escolha dos respetivos bancos como objeto de análise.

Os autores seguiram uma metodologia diferente da utilizada pelo Comité de Basileia, baseando-se na adaptação para o setor bancário da metodologia utilizada pelos dois dos autores noutro trabalho de divulgação de riscos em empresas não financeiras (Linsley e Shrives 2006).

Utilizando análise de conteúdo, em que foi utilizada a frase como unidade de medida das divulgações, o *framework* de divulgação dos riscos foi aplicado para as categorias de risco previstas no Pilar 3 do Comité de Basileia, designadamente, risco de crédito, risco de mercado, risco de taxa de juro, risco operacional, risco de estrutura de capital e risco de modelos e políticas de gestão.

Foram testadas hipóteses relativas à não diferença de níveis de divulgação entre bancos dos dois países, relativas à dimensão, medida pelo total do ativo e pela capitalização do mercado, relativas à rendibilidade, medida pela rendibilidade do ativo (ROA), relativas ao risco específico do banco, medido pelo rácio *book to market value of equity* e relativas à divulgação de definições de risco.

A análise de conteúdo permitiu concluir que, na amostra, o maior número de divulgações efetuadas foi feito de forma qualitativa, com impacto neutro (nem más notícias, nem boas notícias) e relativas ao futuro, consistindo em explicações gerais das políticas de gestão de risco. A maior parte das divulgações foi feita de forma não quantificada, era relativa a acontecimentos futuros, sendo a maior parte neutral, como já se referiu, seguidas das divulgações de boas notícias, sendo as más notícias numa percentagem bastante inferior.

Relativamente às hipóteses testadas, muito embora o número de divulgações dos bancos canadianos fosse superior às dos bancos Ingleses, essa diferença não se mostrou estatisticamente significativa testada pelo *Man-Whitney U-test*, o que pode ser interpretado como uma propensão para os bancos canadianos reportarem mais informação sobre riscos em resultado da sua maior proximidade física com os Estados Unidos da América e a consequente tentativa de imitar estes, disponibilizando mais informação aos utilizadores, enquanto as restantes hipóteses, testadas pela correlação de *Pearson*, mostraram uma relação positiva entre os níveis de divulgação e a dimensão, em qualquer das métricas utilizadas, concluindo por um padrão de divulgação que é verificável em termos gerais e não em resultado dos normativos específicos para o setor bancário, estando os bancos num exercício de isomorfismo institucional imitando as práticas uns dos outros, uma associação não significativa com a rendibilidade, uma associação não significativa com o risco específico.

Não foi, igualmente, encontrada associação significativa entre as divulgações de risco e as divulgações de definições de risco. Estas duas últimas conclusões de não associação significativa é encarada pelos autores como sendo resultante da existência de custos proprietários cujas consequências tenham prevalecido sobre os benefícios usualmente apontadas para a maior divulgação por parte das empresas de maior rendibilidade e das de maior risco.

Oliveira, Rodrigues et al (2010) analisaram as divulgações relacionadas com os riscos das instituições financeiras Portuguesas, incluindo bancos comerciais, bancos de investimento,

instituições financeiras de crédito, holdings financeiras e outras entidades, mediante análise de conteúdo efetuado às divulgações voluntárias e obrigatórias constantes nos relatórios de gestão de 190 entidades deste setor, referentes ao ano de 2007.

A variável dependente, foi construída tendo em consideração os requisitos de divulgação constantes nas norma de contabilidade (IAS 1, IAS 30, IAS 32 e IFRS 7) e no terceiro pilar do acordo de Basileia II, contemplando seis sub índices, designadamente “políticas e objetivos de gestão de riscos”, “risco de crédito”, “risco de mercado”, “risco de liquidez”, “risco operacional” e “estrutura de capital e adequação”. Estes índices foram obtidos por dados binários e o índice final de divulgação foi obtido por análise de componentes principais efetuada aos seis sub-índices referidos após conversão dos dados binários, com que foram construídos, em variáveis contínuas, no sentido de garantir uma ponderação endógena da importância relativa de cada variável.

Defendendo que a “teoria dos acionistas” (*shareholder theory*) não fornece uma explicação suficiente da divulgação dos riscos dos bancos, enquadram, também, a definição das variáveis dependentes na “teoria dos *stakeholders*” (*stakeholders theory*) e na necessidade de com eles serem mantidas boas relações de forma a garantir a legitimidade e a reputação corporativa, um dos recursos imateriais das empresas que podem assegurar competências diferenciadoras.

Dado que uma das formas de assegurar a reputação corporativa e, por essa via, construir e manter legitimidade junto dos *stakeholders* é a divulgação de informação sobre os riscos, uma das hipóteses formuladas é a da existência de associação positiva entre a visibilidade pública dos bancos e o volume de divulgações sobre riscos. Para medir a visibilidade pública utilizaram a dimensão dos bancos determinada por um indicador determinado por análise de componentes principais feita a várias variáveis de dimensão, nomeadamente o índice de concorrência espacial, o índice de concorrência espacial ajustado pela densidade populacional, o número de balcões, o número de empregados, o total dos ativos e os resultados.

A outra hipótese formulada, esta nos termos da teoria dos *shareholders*, é de que deverá existir uma associação positiva entre a maximização do valor dos acionistas e as divulgações sobre riscos nos relatórios anuais, já que havendo a possibilidade de os gestores terem comportamentos oportunistas serão, consequentemente, implementados mecanismos de monitorização e criados incentivos à divulgação de informação que garanta a criação de valor para os acionistas. Para

medir a maximização do valor para os acionistas utilizaram a taxa de crescimento dos resultados (antes de impostos).

Adicionalmente, consideraram, como variáveis de controlo derivadas quer da teoria da agência, quer da teoria da legitimidade, a condição de estar cotado em bolsa e o facto de adotarem, ou não, as Normas Internacionais de Contabilidade.

Encontraram como divulgações de maior intensidade as relativas aos sistemas de gestão de risco e objetivos, seguidas das referentes aos riscos operacionais e à estrutura de capital e adequação, sendo maioritariamente efetuadas de forma narrativa, o que os autores interpretam como decorrentes da natureza tecnicamente complexa de alguns aspetos da gestão do risco e da necessidade de evitar custos proprietários.

As hipóteses foram testadas por regressão múltipla para toda a amostra tendo-se encontrado associação positiva entre o índice de divulgação e a visibilidade pública, medida pela métrica já referida, mas não se tendo encontrado associação com a maximização do valor para o acionista.

Já na segmentação da amostra, confirmaram-se as duas hipóteses para os bancos de crédito agrícola mútuo (e não para os bancos comerciais) o que se atribui ao facto destes bancos, utilizando um outro tipo de normas de reporte, poderem ter menores requisitos de divulgação. Nos bancos comerciais apenas a visibilidade pública e a condição de ser cotado em bolsa se mostraram positivamente associados coma divulgação.

Hörling e Gründl (2011) analisaram as divulgações sobre riscos efetuadas nos relatórios anuais das 31 principais seguradoras europeias, excluídas as resseguradoras, durante o período de 2005 a 2009, num total de 152 relatórios anuais, cotadas no índice *Dow Jones Stoxx 600* com o objetivo de identificar as características das empresas que possam explicar o nível de divulgação do risco no setor segurador europeu. Utilizando análise de conteúdo efetuado por vários codificadores, tendo efetuado testes de fiabilidade e replicabilidade, construíram um índice de divulgação baseado na proposta do *Chief Risk Officer Forum*, em algumas das normas de contabilidade aplicáveis ao setor segurador e de outros organismos de supervisão, envolvendo divulgação obrigatória e voluntária ponderada de igual forma. O índice engloba 7 sub índices envolvendo um total de 45 questões que foram notadas com um código ordinal de três dimensões, “zero” para a não divulgação, “um” para divulgação elementar e “dois” para divulgação extensiva e completa.

Foram testadas relações empíricas entre o nível de divulgação e a dimensão, medida pela capitalização de mercado, o risco específico, medido pelo rácio *book-to-market* e a rendibilidade, medida pelo rácio rendibilidade dos capitais próprios (ROE), calculado pelo quociente entre o lucro líquido distribuído aos acionistas (antes de operações descontinuadas) e o valor contabilístico dos capitais próprios, utilizando-se como variáveis adicionais de controlo a dispersão da propriedade, medida pela dimensão do *free-float*, a condição de ser cotada, também, nos Estados Unidos, medida por variável *dummy*, o país de origem, medido por três variáveis *dummy* identificando quatro regiões geográficas distintas (Germânica, Anglo Saxónica, Nórdica e Latina desenvolvida), a existência de atividades bancárias adicionais, medida por variável *dummy* e o tipo de seguro, vida ou não vida. Foram também definidas quatro variáveis *dummy* para identificar o relatório com o respetivo ano civil.

Da análise efetuada aos relatórios anuais os autores assinalam um aumento da importância dada às divulgações sobre riscos em especial no Relatório da Gestão (*Management Commentary*) que enquadra as demonstrações financeiras, uma vez que detetaram o progressivo crescimento no número de páginas daquele relatório dedicado a divulgações dessa natureza, durante os quatro anos observados.

O valor do índice de divulgação construído pelos autores cresceu significativamente do primeiro para o último ano, embora se observe um comportamento pouco homogéneo nas diferentes empresas que constituem a amostra, sendo a média bastante abaixo dos melhores valores (assumidos como as melhores práticas) e verificando-se uma grande diferença entre as empresas que divulgam menos relativamente às empresas que divulgam mais.

Com base em regressão múltipla concluiu-se que cerca de 73% da divulgação é explicada pelas variáveis independentes consideradas, verificando-se uma relação positiva entre o índice de divulgação e a dimensão das empresas, em linha com a generalidade das conclusões de outros estudos.

Foi igualmente encontrada uma relação positiva entre o índice de divulgação e o risco de cada empresa, confirmando a hipótese de que as empresas de maior risco incrementam as suas divulgações no sentido de reduzirem os custos de contratação.

A relação entre o índice de divulgação e a rendibilidade mostrou-se negativa confirmando a hipótese de que as empresas com menor rendibilidade são percebidas como de maior risco e,

portanto, tendem a incrementar as suas divulgações no sentido de, igualmente, reduzirem os custos de agência e responderem à necessidade de informação acrescida por parte dos utilizadores.

Verificou-se positiva a relação entre a divulgação e a dispersão de capital, confirmando-se a hipótese de que, por via do incremento da divulgação dos riscos, as empresas tendem a diminuir os custos de agência que aumentam na medida em que aumenta a dispersão do capital.

Igualmente positiva se mostrou a relação com o facto de as empresas estarem, adicionalmente, cotadas nos EUA, significando que um quadro de regulação mais exigente e maiores custos de agência resultantes de estar cotado noutro mercado, levam a maiores divulgações de risco.

Também as diferenças culturais verificaram uma relação positiva com a divulgação sendo os países latinos os divulgam menos, sendo os países nórdicos e os germânicos os que verificaram maiores índices de divulgação.

O facto de as empresas desenvolverem, adicionalmente, atividade bancária também se revelou positivamente relacionado com a divulgação dos riscos, o que pode ser explicado pelos requisitos acrescidos de divulgação exigidos à atividade bancária. Nas empresas seguradoras exclusivamente dedicadas aos ramos “não-vida” verificou-se uma maior relação com o nível de divulgação, comparativamente com as empresas do ramo “vida” o que pode significar que a maior complexidade dos negócios do ramo “vida”, determina sistemas de gestão e divulgação do risco mais sofisticados e caros que se podem sobrepor às vantagens de maior divulgação, para além de poderem existir custos de informação proprietária específicos neste ramo de atividade.

Oliveira, Rodrigues et al. (2011b) analisaram os fatores que influenciaram a divulgação de riscos efetuada nos relatórios de gestão dos bancos comerciais portugueses no ano de 2006 e avaliaram a conformidade das divulgações efetuadas com os requisitos de Basileia II, em termos de divulgação voluntária sobre risco operacional e estrutura de capital.

Considerando que grande parte dos anteriores estudos sobre divulgação de riscos pelos bancos não enquadraram as hipóteses formuladas num quadro conceptual teórico, no sentido de colmatar essa lacuna, adotaram um quadro conceptual fundamentado na legitimidade institucional e organizacional bem como na perspetiva baseada nos recursos.

De acordo com a teoria institucional (Meyer e Rowan 1977; DiMaggio e Powell 1983) quando as instituições exercem forte pressão sobre as empresas as decisões dos gestores tendem a ser alinhadas com essas pressões o que, em última instância, resulta em legitimação. Uma vez que maiores níveis de visibilidade pública podem determinar maiores expectativas e maior monitorização por parte dos *stakeholders*, levando a uma maior necessidade de legitimação por parte das empresas. Sendo a dimensão dos bancos e a condição de estar cotado em bolsa fatores de visibilidade pública seria expectável que os bancos de maior dimensão e cotados efetuassem maior número de divulgações sobre os riscos no sentido de assegurar essa legitimação.

De acordo com a teoria da legitimidade organizacional, a legitimidade é entendida como um recurso competitivo, podendo ser considerado um ativo intangível difícil de imitar. A legitimidade necessita de ser construída e mantida, sendo a divulgação de informação sobre os riscos uma das formas de construir reputação que assegura a legitimidade. Vários fatores podem estar associados à reputação como a idade dos bancos, a confiança dos depositantes e a capacidade de gestão do risco.

Assim, abordando a legitimidade quer na perspetiva institucional, quer na perspetiva organizacional e baseada nos recursos, os autores formularam as respetivas hipóteses de associação positiva entre o grau de divulgação dos riscos e as referidas características.

A dimensão foi medida por diferentes métricas, designadamente a concorrência espacial, o número de balcões, o número de empregados, o total dos ativos e os lucros, das quais, por estarem correlacionadas, foi construído uma medida agregada obtida por análise de componentes principais.

A condição de estar cotado foi medida por variável *dummy*, a idade, pelo número de anos de existência, a confiança dos depositantes pelo rácio total de depósitos pelo total de ativos e a capacidade de gerir riscos pela adequação do rácio de capital. Foram ainda usadas como variáveis de controlo a estrutura de propriedade, medida pela percentagem de participações superiores a 2%, a rendibilidade, medida pelo rácio ROA e a condição de ser um banco de crédito agrícola mútuo, medida por variável *dummy*.

A variável dependente divulgação dos riscos foi construída por análise de conteúdo efetuada aos relatórios de gestão, do ano de 2007, de 111 bancos comerciais portugueses, de acordo como uma

categorização determinada pelos requerimentos de divulgação contemplados no terceiro pilar do acordo de Basileia II, nomeadamente o risco operacional e a adequação da estrutura de capital.

Como propriedades semânticas das divulgações, de acordo com anteriores trabalhos de investigação de divulgação de riscos, consideraram o facto de serem ou não efetuadas em termos monetários e serem relativas a factos passados ou futuros.

Os principais resultados apontam para um baixo nível de divulgações relacionadas com os riscos nos bancos comerciais portugueses, em linha com outras conclusões de estudos anteriores. Os maiores bancos são os que mais divulgam. Os bancos portugueses verificam significativa concentração de controlo acionista. A maior parte das divulgações foi referente a risco operacional, embora as divulgações relacionadas com a adequação da estrutura de capital também tenham verificado frequência elevada.

A maior parte das divulgações foi feita de forma não quantificada e era referente a factos passados o que se revela coerente com a teoria da legitimidade e a perspetiva baseada nos recursos já que as divulgações quantificadas e prospetivas têm associados maiores custos de divulgação, designadamente de informação com sensibilidade comercial.

Os bancos cotados em bolsa verificaram maior número de divulgações do que os não cotados o que se revela coerente com a teoria da legitimidade uma vez que estão sujeitos a maior pressão de monitorização por parte dos *stakeholders*.

A regressão linear, após exclusão de *outliers* e normalização das variáveis mostrou uma relação positiva da divulgação com a dimensão, a idade dos bancos, a confiança dos depositantes e a capacidade de gerir o risco, confirmando-se as respetivas hipóteses iniciais.

Os bancos comerciais portugueses adotam estratégias de legitimação, quer na perspetiva institucional, quer na perspetiva organizacional. Na primeira, porque a visibilidade pública melhora a legitimidade por resposta às pressões institucionais associadas aos requisitos de divulgação previstos no pilar 3 do acordo de Basileia II e maior legitimidade melhora a disciplina de mercado devido à maior monitorização pelos *stakeholders*. Na segunda, porque os bancos com maior reputação procuram gerir as perceções da sua reputação junto dos *stakeholders*.

Os outros bancos comerciais divulgaram mais do que os bancos agrícolas, o que se explica pela sua maior visibilidade. A divulgação não se mostrou associada com a estrutura acionista, o que se

pode justificar pela elevada concentração de propriedade dos bancos portugueses que determina menores custos de agência. A divulgação, a exemplo de outros trabalhos de investigação, não se mostrou associada à rendibilidade.

4.3.3 Em Prospetos

Em princípio, a informação sobre riscos divulgada nos prospetos, em especial quando das ofertas públicas iniciais (IPO), deveria revestir-se de fiabilidade reforçada, dado tratar-se de um contexto em que, devido à elevada assimetria de informação existente entre investidores e empresas (Bozzolan e Ipino 2007), a informação contida nos prospetos envolve um conjunto de entidades, designadamente bancos de investimento coordenando a elaboração dos prospetos, auditores credibilizando as demonstrações financeiras e juristas aconselhando nas divulgações narrativas (Deumes 2008).

A acrescida exposição a eventual litigância e a risco de reputação para o conjunto das partes envolvidas na elaboração dos prospetos leva a um maior escrutínio da informação divulgada nos prospetos relativamente à divulgada nos relatórios anuais (Guo, Lev et al. 2004; Hribar 2004).

Embora exista abundante literatura referente à divulgação de informação narrativa e, em particular, alguma investigação sobre divulgação dos riscos nos relatórios de gestão, o mesmo não acontece relativamente aos prospetos da ofertas públicas iniciais (IPO) que, não obstante a reduzida investigação de que tem sido objeto, poderá ser um campo de análise adequado a investigar as determinantes e as consequências da divulgação de temas específicos, designadamente da divulgação dos riscos empresariais.

Tendo por referência um estudo exploratório efetuado a relatórios de gestão e a prospetos, em Inglaterra, o ICAEW (1999) concluiu que as empresas divulgavam mais informação sobre riscos nos prospetos do que nos relatórios de gestão (Deumes 2008). Os prospetos contemplam atualmente um capítulo próprio, designado *Risk Factors* onde se pressupõe que seja divulgada informação precisa sobre os riscos materialmente relevantes que afetam as empresas emitentes e, portanto, os títulos objeto da emissão.

Papa (2007), usando uma definição de risco abrangente no sentido positivo e negativo, analisou a divulgação dos riscos numa amostra de 12 prospetos de IPO de empresas italianas, dividida em

dois grupos iguais pertencentes a dois setores de atividade distintos, designadamente, o de tecnologias de informação e o transformador.

A escolha dos setores teve em consideração as suas diferentes características, designadamente uma elevada concorrência e potencial de crescimento, no primeiro caso, e a maturidade com menos presenças dessas características, no segundo caso.

Os prospectos das IPO poderão ser um bom campo de análise das vantagens e inconvenientes da divulgação dos riscos uma vez que, presumivelmente, as empresas estarão mais disponíveis para fornecer voluntariamente informação ao mercado. Embora a divulgação de informação nos prospectos esteja regulada, indiciando os diferentes capítulos e respetivos âmbitos, os requisitos são requeridos em termos gerais, deixando uma razoável margem de descrição tanto quanto aos temas específicos a divulgar como ao grau de detalhe a adotar, pelo que a divulgação se poderá considerar “semi-voluntária”.

Utilizando como metodologia a análise de conteúdo identificando frases e parágrafos e um quadro conceptual de riscos derivado do *Arthur Anderson Business model*, investigou nas divulgações, para além da frequência, os atributos da orientação temporal e da quantificação ou não quantificação.

Concluiu, por estatística descritiva simples, que o grupo das empresas do setor transformador apresentou maior intensidade de divulgação, medido em número de linhas, que a maior parte da divulgação foi feita de forma não quantificada, que o grupo das empresas tecnológicas divulga mais informação prospetiva, facto que o autor relaciona com maior grau de intangíveis de capital intelectual nestas empresas.

As tipologias mais observadas foram nos riscos ambientais e operacionais, com as empresas do setor das tecnologias de informação a divulgar mais riscos externos enquanto as do setor transformador evidenciaram relatar mais riscos operacionais e de tomada de decisão.

As outras categorias de risco verificaram reduzidos níveis de divulgação em qualquer dos grupos, inclusive os riscos financeiros (aí incluídas as divulgações sobre a posição financeira das empresas).

Por análise univariada, com *t-test* e *Mann-Whitney U- test*, concluiu que apenas nas divulgações de riscos ambientais havia diferenças estatisticamente significativas entre os dois setores de atividade.

Foi encontrada diferença significativa relativamente à orientação temporal, com as empresas tecnológicas a divulgar mais informação prospetiva.

Deumes (2008), num trabalho enquadrado na perspetiva da informação corporativa, financeira e contabilística, investigou, por análise de conteúdo, o capítulo “fatores de risco” de 90 prospectos de empresas holandesas, emitidos entre 1997 e 2000, sendo 49 referentes a IPO’s, 31 referentes a aumentos de capital ou emissões de obrigações convertíveis e 10 referentes a operações de fusão ou autonomização, com vista a observar se os referidos capítulos contêm informação sobre riscos que seja, de facto, relevante para os investidores.

Para isso avaliou a capacidade da medida de divulgação sobre riscos que obteve para prever a volatilidade futura dos títulos, a sensibilidade dos preços das ações a flutuações do mercado bem como futuras quedas significativas nos preços.

Uma vez que, na Holanda, os requisitos legais de divulgação dos riscos são feitos de forma que deixam grande discricionariedade às empresas sobre o que divulgar, o autor admite que as empresas holandesas deveriam ter poucos incentivos à divulgação de informação sobre riscos relevante para os investidores, nomeadamente porque a legislação é muito fértil em disposições anti *takeover*, o que reduz a ameaça da substituição da gestão e levará os gestores a sentirem menos pressão para a divulgação de informação, porque as empresas holandesas têm, maioritariamente, uma administração dual com supervisão por administradores independentes, levando a uma menor necessidade de monitorização externa e a menores incentivos à divulgação pública, e porque as empresas holandesas verificam uma forte concentração acionista o que, por ter implícito maior controlo da gestão e consequentemente alinhamento de interesses desta com esses acionistas, reduz, também, a necessidade de divulgação pública.

Aplicando a metodologia de análise de conteúdo com recurso a dois codificadores e aplicando testes de fiabilidade com resultados aceitáveis procedeu ao tratamento estatístico por análise de componentes principais por *optimal scaling* obtida pelo “método dos mínimos quadrados alternantes” que permite aplicar análise de componentes principais a variáveis qualitativas e, assim, reduzir o número de variáveis na análise.

Por este meio foram construídos três índices de *Risk Disclosure Score* (RDS), sendo que o RDS1 representou muitos mais fatores de risco do que os restantes e explicou mais do dobro das variâncias dos fatores de risco.

Embora a associação dos três índices RDS1, RDS2 e RDS3 tenha sido testada para as variáveis Risco de Retorno Total (TTR), definida como o desvio padrão dos retornos das ações, e o risco sistémico, calculado pelo fator Beta, o declínio acentuado no preço das ações (FAIL), medido pelas descida do preço abaixo de 1 Euro ou 5 Euro 30 meses após a publicação do prospeto, a principal análise foi conduzida para o índice DRS1.

Na análise foram usadas variáveis de controlo para o fator dimensão, avaliado pelo logaritmo natural do valor de mercado em milhões de euro, um mês após a publicação do prospeto, para o fator tipo de atividade, avaliado por variável *dummy* consoante a empresa pertencesse ou não a um setor de alto risco e para o fator tipo de oferta, avaliado por variável *dummy* consoante a oferta fosse ou não uma IPO.

Os resultados evidenciaram que a gestão identifica como “risco” um conjunto de fatores, quer externos, quer internos, sobretudo os que possam ter impacto negativo no desempenho futuro da empresa e possam levar a que tanto os resultados como as cotações possam ser voláteis, privilegiando, assim, um conceito de risco de *downside*.

Concluiu que a medida agregada de risco calculada por *optimal scaling*, RDS1, tem capacidade de prever, com sucesso, a volatilidade futura dos preços das ações, o risco sistémico e a probabilidade de futuras quebras acentuadas de preço, mesmo quando controlada pelas variáveis dimensão, tipo de indústria ou tipo de oferta, pelo que a conclusão geral foi de que a informação sobre riscos divulgada pelas empresas holandesas nos prospectos contém informação relevante para os investidores.

4.3.4 Síntese dos estudos empíricos relativos a empresas não financeiras

Tendo em consideração que o presente trabalho incluirá uma análise das divulgações efetuadas por empresas não financeiras, apresenta-se seguidamente uma síntese dos principais estudos empíricos revistos, efetuados em amostras constituídas por empresas com estas características.

Esquematizou-se essa síntese de acordo a metodologia de recolha de informação utilizada e com as principais conclusões obtidas.

4.3.4.1 Amostra e recolha de informação

Como se pode contactar, pela análise do Quadro 16 e Quadro 17, os estudos empíricos sobre divulgação dos riscos empresariais são uma área de investigação académica relativamente recente, tendo-se intensificado a partir de meados da década de 2000.

Quadro 16 – Amostras dos principais trabalhos revistos sobre empresas não financeiras

Autores	Amostra		Partes RG analisadas
	Composição	Horizonte temporal	
(Beretta e Bozzolan 2004)	85 emp - Bolsa Itália	1 ano - 2001	MD&A
(Mohobbot 2005)	90 emp - Bolsa Tóquio	1 ano - 2003	RG
(Linsley e Shrivs 2006)	79 emp - FTSE 100	1 ano - 2001	RG
(Berger e Gleißner 2006)	92 emp - Bolsa Frankfurt	6 anos - 2000 a 2005	Relatórios de risco GAS5
(Abraham e Cox 2007)	71 emp - FTSE 100	1 ano - 2002	OFR, CG; Risk Factors
(Abraham, Solomon et al. 2007)	14 emp - FTSE 100	3 anos - 2002 a 2004	RG; Risk Statements
(Tirado e Cabedo 2009)	95 emp - Bolsa Madrid	2 anos - 2005 e 2006	<i>Informe de Gestión</i>
(Amran, Bin et al. 2009)	100 emp - Bolsa Malásia	1 ano - 2005	RG - Narrativa
(Vandemaele, Vergauwen et al. 2009)	84 emp Belgas - Euronext	1 ano - 2006	RG - Narrativa
(Rajab e Handley-Schachler 2009)	52 emp - FTSE 100	3 anos - 1998, 2001 e 2004	RG - Narrativa
(Hassan 2009)	41 emp - UAE (Fin + ã Fin)	1 ano - 2005	RG
(Neri 2010)	153 emp - Itália	4 anos - 2005 a 2008	AR - secções de relato de riscos
(Atan, Maruhun et al. 2010)	150 emp - Malásia *	1 ano 2006	RG
(Oliveira, Rodrigues et al. 2011a)	81 emp - Portugal	1 ano - 2005	RG - Narrativa
(Dobler, Lajili et al. 2011)	160 emp - USA, Can, UK e Ger	1 ano - 2005	RG + Notas
(Campbell, Chen et al. 2010)	9272 emp - USA	5 anos - 2005 a 2009	<i>Risk Factors 10-k filings - EDGAR</i>
(Kravet e Muslu 2011)	4315 emp -USA	14 anos - 1994 a 2007	<i>Risk Factors 10-k filings - EDGAR</i>

Fonte: Elaboração própria

Quadro 17 – Recolha de informação nos trabalhos revistos sobre empresas não financeiras

Autores	Recolha		Tipo índice	Publicação
	Método	Unid análise		
(Beretta e Bozzolan 2004)	ACM	frase	Freq	<i>The International Journal of Accounting</i>
(Mohobbot 2005)	ACM	frase	Freq	<i>Japanese Journal of Accounting</i>
(Linsley e Shrives 2006)	ACM	frase	Freq	<i>The British Accounting Review</i>
(Berger e Gleißner 2006)	ACM	<i>scoring</i>	Atributos	<i>Conference Paper</i>
(Abraham e Cox 2007)	ACM	frase e palavras/frase	Freq	<i>The British Accounting Review</i>
(Abraham, Solomon et al. 2007)	ACM	frase	Qualitativo	<i>Working Paper</i>
(Tirado e Cabedo 2009)	ACM	frase	Atributos	Revista Inovar - Colombia
(Amran, Bin et al. 2009)	ACM	frase	Freq	<i>Managerial Auditing Journal</i>
(Vandemaele, Vergauwen et al. 2009)	ACM	frase	Freq	<i>Working Paper</i>
(Rajab e Handley-Schachler 2009)	ACM	frase	Freq	<i>World Review of Entrepr Manag e Sust Develop</i>
(Hassan 2009)	ACM	<i>scoring</i>	Dicotómico	<i>Managerial Auditing Journal</i>
(Neri 2010)	ACC/ACM	palavras/frases	Freq	<i>Draft</i>
(Atan, Maruhun et al. 2010)	ACM	<i>scoring</i>	Dicotómico	<i>Jurnal of Modern Accounting e Auditing</i>
(Oliveira, Rodrigues et al. 2011a)	ACM	frase	Freq	<i>Managerial Auditing Journal</i>
(Dobler, Lajili et al. 2011)	ACM	frase	Freq	<i>Journal of International Accounting Research</i>
(Campbell, Chen et al. 2010)	ACC	palavras	Freq	<i>SSRN eLibrary</i>
(Kravet e Muslu 2011)	ACC	palavras	Freq	<i>SSRN eLibrary</i>

Legenda: ACM – Análise de Conteúdo Manual, ACC – Análise de Conteúdo Computorizado

Fonte: Elaboração própria

A maior parte incide sobre empresas de um só país, dominando os efetuados no Reino Unido (Linsley e Shrives 2006; Abraham e Cox 2007; Rajab e Handley-Schachler 2009). Um estudo mais recente (Dobler, Lajili et al. 2011) incide sobre uma amostra dos quatro países com uma maior tradição de sensibilidade à divulgação dos riscos (EUA, Canadá, Reino Unido e Alemanha) analisando apenas empresas do setor transformador.

A metodologia de recolha da informação sobre os riscos nos relatórios, condiciona a dimensão das amostras e o tipo de análise desenvolvida.

A maior parte dos estudos utiliza análise de conteúdo manual aos Relatórios de Gestão, ou a partes destes, construindo índices de divulgação globais e parciais com vista a descrever as características da divulgação efetuada com base na frequência (quantidade) de frases identificadas correspondentes às diferentes tipologias de risco e, em geral, identificando as características semânticas das divulgações de acordo com a orientação temporal (passado ou

futuro), a quantificação (quantificadas ou não quantificadas) e o impacto na empresa (favorável, desfavorável ou neutro).

Três dos estudos utilizam metodologias que pretendem privilegiar a avaliação da “qualidade” da informação divulgada com índices qualitativos e com atributos (Berger e Gleißner 2006; Abraham, Solomon et al. 2007; Tirado e Cabedo 2009) e dois estudos utilizam índices dicotômicos (Hassan 2009; Atan, Maruhun et al. 2010).

Para além da caracterização da divulgação, a generalidade da investigação procura testar associações entre a intensidade ou qualidade da divulgação e certas características das empresas ou dos seus sistemas de governo corporativo.

Os estudos concretizados por meio de análise de conteúdo manual têm normalmente amostras cuja dimensão varia entre 14 e 160 empresas uma vez que a metodologia leva a um considerável consumo de tempo.

Contrastando com a tendência dominante antes descrita e predominantemente europeia, dois estudos recentes efetuados nos EUA (Campbell, Chen et al. 2010; Kravet e Muslu 2011) utilizam análise de conteúdo computadorizado, baseado em palavras-chave associadas ao conceito de risco, efetuado em amostras muito grandes, e em intervalos temporais longos, dos capítulos dos *10-k filings* referentes aos *Risk Factors* que a SEC passou a requerer a partir de 2005, existentes na base de dados EDGAR.

Estes estudos, ao invés de descreverem as características da divulgação e identificação de eventuais determinantes dessas características, procuram sobretudo concluir pela capacidade informativa das divulgações efetuadas nos referidos documentos.

O facto de se tratar de uma área de investigação relativamente recente leva, também, a que nos estudos que recorrem a análise de conteúdo manual (a maior parte até ao momento) não esteja estabilizado um modelo de instrumento de codificação suficientemente generalizado pois, se há um razoável consenso em classificar os riscos por diferentes tipologias e segundo determinadas características semânticas das divulgações, verificam-se diferenças quanto às tipologias de riscos considerados e quanto às dimensões semânticas utilizadas. Por exemplo, Linsley e Shrivies (2006) classificam os riscos em financeiros e não financeiros e, dentro destes, em operacionais, de capacitação de tecnologias de informação, de integridade e estratégicos e, relativamente horizonte temporal das divulgações apenas as classificam em passado e presente, por um lado, e futuro, por

outro (apenas as divulgações de estratégias de mitigação de riscos e de conformidade dos sistemas de gestão de risco são classificadas sem horizonte temporal). Mas Rajab e Heley-Schachler (2009) classificam os riscos apenas em da envolvente, operacionais e estratégicos e, no horizonte temporal das divulgações, consideram a dimensão “sem horizonte temporal”. Dobler, Lajili et al. (2011) classificam os riscos em financeiros e não financeiros e, dentro destes, em de mercado, da natureza, operacionais e de regulação e, no horizonte temporal das divulgações agregam as do passado e presente com as que não evidenciam horizonte temporal.

O uso de diferentes quadros conceptuais relativamente às categorias de riscos condiciona a comparabilidade dos resultados obtidos, o que permite corroborar a opinião do ICEW (2011, pag. 15) de que “...*differences in subject-matter and methodology make it impossible to compare the surveys.*”

Estas diferenças quanto ao âmbito dos instrumentos de codificação, e mesmo quanto aos modelos estatísticos utilizados nas análises dos dados, devem estar presentes no momento de comparar os resultados obtidos, pelo que a tentativa, que se segue, de sumarizar algumas conclusões deve ter estas circunstâncias em consideração.

4.3.4.2 Características da divulgação

Muito embora, nos trabalhos de divulgação em geral, as conclusões dos diferentes estudos empíricos possam estar condicionadas pelas metodologias utilizadas e pelas características específicas das realidades estudadas (Cooke e Wallace 1989), as principais tendências da divulgação, como se pode contactar no Quadro 18, vão no sentido de se observar um predomínio da divulgação riscos financeiros.

Exceções a esta tendência são os estudos onde os riscos financeiros não foram considerados numa categoria própria (Beretta e Bozzolan 2004; Rajab e Handley-Schachler 2009) e o efetuado na Malásia (Amran, Bin et al. 2009), onde a dominância foi na divulgação de riscos estratégicos e operacionais.

Outras tendências dominantes são as de que as divulgações são feitas predominantemente de forma não quantificada, se referem maioritariamente a boas notícias e são relativas a factos passados, muito embora, neste último caso, dois estudos (Linsley e Shrives 2006; Rajab e Handley-Schachler 2009) assinalem maior divulgação sobre factos futuros.

Os trabalhos que efetuaram análises temporais (Berger e Gleißner 2006; Rajab e Handley-Schachler 2009; Neri 2010) registam uma melhoria da divulgação, quantitativa ou qualitativamente, o que pode estar associado à evolução dos requisitos de reporte por parte da regulação.

Os dois trabalhos, efetuados nos EUA, na análise dos capítulos *Risk Factors* dos 10-K *filings*, por análise de conteúdo computadorizado (Campbell, Chen et al. 2010; Kravet e Muslu 2011), concluem pela capacidade informativa da informação disponibilizada aos utilizadores naqueles documentos.

Quadro 18 – Resumo das conclusões sobre as características da informação divulgada

Características da Divulgação	(Beretta e Bozzolan 2004)	(Lajili e Zéghal 2005)	(Mohobbot 2005)	(Linsley e Shrivies 2006)	(Berger e Gleifner 2006)	(Combes-Thuelin, Henneron et al. 2006)	(Abraham e Cox 2007)	(Abraham, Solomon et al. 2007)	(Tirado e Cabedo 2009)	(Amran, Bin et al. 2009)	(Vandemaele, Vergauwen et al. 2009)	(Rajab e Handley-Schachler 2009)	(Neri 2010)	(Atan, Maruhun et al. 2010)	(Oliveira, Rodrigues et al. 2011a)	(Dobler, Lajili et al. 2011)	(Campbell, Chen et al. 2010)	(Kravet e Muslu 2011)
Fraca qualidade da divulgação							x											
Idêntica Volunt. e não Volunt.		x																
A qualidade melhorou no tempo					x							x	x					
Maior sobre riscos financeiros		x		x	x				x		x		x			x		
Maior sobre riscos operacionais											x	x						
Maior sobre riscos estratégicos	x									x								
Há deficit mesmo com regulação					x													
Divulgam riscos específicos								x										
Não divulgam riscos específicos																		
Maior sobre factos passados	x		x												x	x		
Maior sobre factos futuros				x								x						
Maior sem orientação temporal												x						
Maior em boas notícias	x		x	x								x						
Maior em más notícias		x																
Idêntico em boas e más notícias															x			
Maior não quantificada		x	x	x	x				x			x			x	x		
Maior quantificada																		
Não uniformidade na regulação						x												
Heterogeneidade nas práticas						x												
Maior relativa a gestão do risco						x												
Muitas não divulgam risco negócio							x											
<i>Risk Factors</i> são informativos																	x	x
Utilizadores incorporam inform.																	x	
RF reduzem assimetrias informação																	x	
RF revelam nova informação																		x
Reg. mais informativa que Vol.																		x

Fonte: Elaboração própria com base nos artigos revistos

4.3.4.3 Determinantes da divulgação

No Quadro 19 constam as principais conclusões sobre a relação entre as divulgações e características das empresas.

Deve salientar-se que o resumo apresentado, e as conclusões que se seguem, se referem, na maior parte dos casos, às conclusões sobre o índice de divulgação global, embora muitos dos trabalhos tenham utilizado, também, sub índices e amostras parcelares e os resultados do índice global nem sempre verificavam as mesmas associações que os índices parcelares.

As principais características estudadas são a dimensão, a rendibilidade, o risco, o setor de atividade, alguns aspetos da política de governo corporativo e a concentração da propriedade.

A associação entre a divulgação dos riscos mais documentada pelos estudos revistos foi com a dimensão, independentemente das métricas utilizadas para expressar esta característica das empresas, sendo que apenas em três (Berger e Gleißner 2006; Hassan 2009; Rajab e Handley-Schachler 2009) esta tendência não foi confirmada. De referir, também, que esta realidade é explicada por diferentes enquadramentos teóricos relativos à divulgação voluntária seja pela teoria da agência (Linsley e Shrives 2006), seja pelas teorias do custo político (Abraham e Cox 2007) ou da legitimidade (Oliveira, Rodrigues et al. 2011a).

A divulgação dos riscos não aparece relacionada com a rendibilidade das empresas.

Relativamente ao risco específico os resultados são dispersos em função da métrica testada. Na generalidade a divulgação não se revela associada ao risco quando este é medido pelo rácio de endividamento – apenas dois estudos (Hassan 2009; Oliveira, Rodrigues et al. 2011a) contariam esta tendência. Abraham e Cox (2007) e Abraham, Solomon et al. (2007) encontraram uma associação positiva com a volatilidade das ações e Tirado e Cabedo (2009) uma associação positiva com o rácio *Book-to-Market Value of Equity*. Os estudos que relacionaram a divulgação com o risco ambiental (Linsley e Shrives 2006; Oliveira, Rodrigues et al. 2011a) encontraram uma associação positiva.

A relação da divulgação com o setor de atividade não registou, nos trabalhos revistos, um padrão uniforme, sendo que três estudos (Amran, Bin et al. 2009; Rajab e Handley-Schachler 2009) encontraram uma relação positiva e outros três (Beretta e Bozzolan 2004; Abraham e Cox 2007; Atan, Maruhun et al. 2010) não encontraram relação.

Relativamente a aspetos do governo corporativo, a divulgação dos riscos parece positivamente relacionada com o número de administradores independentes e com o número de administradores executivos embora para a existência de comité de auditoria (Oliveira, Rodrigues et al. 2011a) e de comité de risco (Vandemaele, Vergauwen et al. 2009; Neri 2010) não tenha sido encontrada relação.

Os estudos revistos não identificaram qualquer relação entre a concentração da propriedade e a divulgação dos riscos.

Quadro 19- Resumo das conclusões das determinantes da divulgação dos riscos

Variáveis Explicativas	(Beretta e Bozzolan 2004)	(Lajili e Zéghal 2005)	(Mohabbot 2005)	(Linsley e Shrivs 2006)	(Berger e Gleifner 2006)	(Abraham e Cox 2007)	(Abraham, Solomon et al. 2007)	(Tirado e Cabedo 2009)	(Amran, Bin et al. 2009)	(Vandermale, Vergauwen et al. 2009)	(Rajab e Handley-Schachler 2009)	(Hassan 2009)	(Neri 2010)	(Atan, Maruhun et al. 2010)	(Oliveira, Rodrigues et al. 2011a)	(Dobler, Lajili et al. 2011)
Dimensão															↑	
Volume de Vendas (turnover)	↑	↔	↑	↑		↑			↑	↑	↔	↔	↑	↑		
Total dos Ativos			↑		↔			↑								↑
Capitalização de mercado				↑			↑									
Rendibilidade																
ROA			↔					↔		↓						
ROI			↔					↔								
Lucro		↔											↔			
Diversificação de Produto									↔							
Diversificação Geográfica									↔							
Risco																
Gearing ratio			↔	↔												
Endividamento		↔		↔		↔	↔	↔	↔		↔	↑		↔	↑	↔
Quiscore				↔												
Book-to-Market Value of Equity			↔	↔				↑								
Stock Volatility						↑	↑									
Operating leverage																↔
Foreign revenue																↔
A major costumer																↔
Beta		↔					↑			↑			↓			↔
Innovest Eco Value 21				↑												
Sensibilidade Ambiental															↑	
Sector de Atividade	↔					↔			↑		↑	↑		↔		
Qualidade da Auditoria													↔		↑	
Estar ou não cotada															↑	
Adotar ou não IFRS															↔	
Governo Corporativo																
Número Adm Independentes						↑		↑		↑					↑	
Número Adm Executivos						↑									↑	
Comité de Auditoria															↔	
Comité de Risco										↔			↔			
Cross Listing						↑					↑					
Investidores Institucionais						↔										
Concentração da Propriedade			↔												↔	
Reservas												↔				

Fonte: Elaboração própria com base nos artigos revistos.

Legenda: ↑- Relação positiva; ↓ - Relação negativa; ↔ - sem relação.

**PARTE II - ANÁLISE DAS DIVULGAÇÕES DOS RISCOS
EFETUADA PELAS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS DE PAÍSES DE
INFLUÊNCIA CONTINENTAL DO ÍNDICE STOXX50 NOS ANOS DE
2007 E 2011**

5 ENQUADRAMENTO METODOLÓGICO

O conhecimento científico, e em particular no caso das ciências sociais em que o observador pode coincidir com o observado, é objeto de várias abordagens epistemológicas, consoante a perspetiva que se assume sobre a realidade, essencialmente à luz de três principais paradigmas.

- 1) O paradigma positivista assume a perspetiva ontológica de que a realidade é exógena ao indivíduo e que o objeto do conhecimento tem uma essência própria e objetiva, independente do observador e do contexto, dependendo o valor do conhecimento obtido do grau de confirmação (Carnap 1962), ou da possibilidade de refutação (Popper 1977).
- 2) O paradigma interpretativista assume a perspetiva fenomenológica de que existe uma interdependência entre a realidade e o observador, sendo a essência do objeto do conhecimento múltipla e subjetiva, dependente da interpretação do observador e do contexto, estando a validade do conhecimento obtido sujeita à verificação da sua credibilidade e transmissibilidade (Lincoln e Guba 1985).
- 3) O paradigma construtivista, que assume igualmente a perspetiva fenomenológica, defende que a essência do objeto do conhecimento não pode ser obtida, ou nem mesmo existe, dependendo a validade do conhecimento obtido da sua adequação aos fins que visa e da capacidade de ser ensinado (Le Moigne 1995).

Atualmente há autores que, ao contrário de uma postura isolacionista em que se considera serem as diferentes abordagens inconciliáveis, defendem uma abordagem multiparadigma para as ciências sociais (Lee 1991; Donaldson 1997).

5.1 Perspetivas metodológicas no âmbito da investigação em contabilidade

Sendo a contabilidade uma ciência social, a evolução do seu conceito e dos métodos e práticas contabilísticas não pode deixar de resultar da interação entre os seus objetos material e formal (Tua Pereda 1983).

Têm sido utilizadas diferentes perspetivas na investigação em contabilidade, designadamente as dedutivas, as indutivas e positivistas, normativas ou dedutivas ou as de impacto socioeconómico (Quesada Sánches 2004).

No caso específico da contabilidade financeira, um dos domínios da área científica mais geral da contabilidade, a determinação dos princípios e normas resultou da adoção, em diferentes

momentos, tanto de posicionamentos normativos (ou indutivos) – o que deve ser - enquadrados em juízos de valor e condicionados pelos fins a atingir, como positivos (ou dedutivos) – o que é - onde se procura uma realidade científica alheia a estes condicionamentos (Tua Pereda 1983).

O anterior paradigma contabilístico de inspiração económica de determinação do resultado, teve origem nos trabalhos académicos de *Paton*, em 1922, e de *Canning*, em 1929, e mais tarde, em 1936, na *Tentative Statement of Accounting Principles Affecting Corporate Reports* emitida pela *American Accounting Association* (AAA) entidade que, em 1940, publica *An Introduction to Corporate Accounting Standards*, documento da autoria de *Paton* e *Littleton* que defendia a adoção do custo histórico e o princípio da correlação entre benefícios e gastos e que teve uma forte influência na prática e na regulação contabilística (Hassan, Romilly et al. 2009).

Coincidindo com este paradigma contabilístico, o desenvolvimento inicial da investigação em contabilidade e da elaboração das normas contabilísticas (em especial nos EUA) seguiu uma perspetiva normativa fundamentada na prescrição aos gestores e aos reguladores das soluções mais adequadas à concretização dos objetivos, como no caso, entre outros, de prescrição das formas de tratamento apropriado das diferenças de câmbio, dos *leasings* e dos inventários (Jensen 1983).

Uma primeira tentativa de rutura do modelo económico de determinação do resultado aconteceu com os trabalhos de *Moonitz* e de *Sprouse*, que questionaram o princípio da realização como imprescindível ao reconhecimento e admitiam a utilização de valores atuais alternativamente ao custo histórico, ideias mais tarde retomadas pela *American Accounting Association* (AAA) em *A Statement of Basic Accounting Theory* (ASOBAT) (AAA 1966), onde se equaciona uma orientação da contabilidade focada na sua utilidade para a tomada de decisões, definindo-a como “o processo de identificar, medir e comunicar informação financeira que permita aos seus utilizadores avaliações e decisões informadas” (Zeff 2000), dando, assim, origem a um novo paradigma contabilístico, ainda hoje prevalecente.

Com o advento do paradigma da utilidade, nos finais da década de 60, a investigação passou a adotar, predominantemente, uma perspetiva positiva, essencialmente centrada na descrição das práticas, nos processos de decisão e na verificação das consequências e da utilidade das normas, em duas abordagens empíricas diferentes, uma – designada de Pesquisa Comportamental em Contabilidade (*Behavioral Accounting Research*) - baseada na

identificação dos processos de decisão dos utilizadores da informação, por meio de inquéritos (questionários e entrevistas) e estudos de caso, e outra – designada Pesquisa em Contabilidade Baseada no Mercado (*Market Based Accounting Research*) – que visa observar as relações entre a informação contabilística e os preços, ou retornos, das ações (Beattie 2005).

O desenvolvimento, na década de 70, da Teoria Positiva da Contabilidade (Watts e Zimmerman 1978) veio sustentar, ainda mais, o uso da metodologia empírica positivista na investigação em contabilidade (Beattie 2005) procurando explicar e prever as escolhas contabilísticas das empresas e as suas posições relativamente ao processo de influenciar as decisões dos órgãos emissores de normas.

De facto, Watts e Zimmerman (1979) questionavam a utilidade do posicionamento normativo que, ao invés de procurar uma teoria única para a contabilidade fundamentada numa função teórica resultante da necessidade de teorias em mercados regulados e não regulados, era suscetível de gerar teorias múltiplas que sugeriam ser mais justificativas e legitimadoras das práticas correntes e das opções dos legisladores do que, propriamente, prescritoras dessas práticas e opções.

Introduzindo na investigação em contabilidade os argumentos de Coase (1937) relativos à relevância dos custos de transação e de contratação na justificação de determinadas práticas observadas e da posterior, ainda que relacionada, teoria da agência (Jensen e Meckling 1976), a Teoria Positiva da Contabilidade (Watts e Zimmerman 1978; 1986) pretende, em última análise, encontrar as determinantes das normas de contabilidade. Para isso torna-se importante encontrar os fatores que influenciam as atitudes da gestão face às normas, seja no pressuposto de que os seus interesses estão alinhados com os dos acionistas, seja no caso contrário. Estes fatores (que podem aumentar os preços das ações e dos bónus em dinheiro, onde se incluem os impostos, a regulação, o custo político e o custo de produção de informação) podem, no seu conjunto, levar a ações tendentes a exercer pressão intencional junto dos órgãos reguladores (*lobbying*).

A dimensão das empresas desempenha na Teoria Positiva da Contabilidade um papel de relevo na medida em que pode induzir impactos, no nível de impostos, na regulação e na retribuição dos gestores, logo podendo afetar os resultados, podendo assim determinar-se um Valor Atual Líquido de uma determinada norma para os gestores. Na ótica da teoria, a pesquisa empírica tem procurado encontrar relações estatísticas significativas entre as escolhas contabilísticas (e de divulgação) das empresas e algumas das suas características

(Christie 1990; Watts e Zimmerman 1990) e na identificação das determinantes das escolhas contabilísticas dos gestores na presença de custos de contratação e políticos significativos, examinado essas escolhas feitas com o objetivo de não violar pactos contratuais (*convenants*) de empréstimos ou no sentido de evitar atrair a atenção dos reguladores (Healy e Palepu 2001).

Uma das fragilidades dos trabalhos desenvolvidos neste âmbito resulta de os custos de contratação e de os custos políticos não serem grandezas suscetíveis de mensuração direta, o que leva a que os investigadores necessitem de encontrar *proxies* para estes custos, dependendo as conclusões do grau de rigor com que a *proxy* traduz o constructo e a possibilidade do erro estar relacionado com variáveis não consideradas (Watts e Zimmerman 1990).

O aparente conflito entre normativismo e positivismo no domínio da investigação em contabilidade é abordado por diferentes autores de forma integrada. Jensen (1983), num trabalho onde abordava questões metodológicas relacionadas com a contabilidade, referia que a estrutura de um processo de decisão pressupõe as duas abordagens metodológicas pois a definição do objetivo tem implícito um determinado quadro de valores enquanto a avaliação das alternativas para o atingir pressupõe o conhecimento de como a realidade se comporta, o que o leva a afirmar que “*In the end, of course, we are all interested in normative questions; a desire to understand how to accomplish goals motivates our interest in methodological topics and in positive theories*” (Jensen 1983, pag 320). Idêntico posicionamento parece ter Tua Pereda (1983) quando afirma que “*La contabilidad, como ciencia aplicada, requiere del instrumental positivo y del normativo, en lógica y adecuada incardinación, con campos específicos de aplicación en uno y otro caso, que de ningún modo deben ser confundidos*” (Tua Pereda 1983, pag 390) sendo a sua identificação necessária, essencialmente, para escolher os procedimentos adequados.

A adoção de uma lógica dedutiva pressupõe, também, a definição de um referencial teórico à luz do qual se desenvolvem as hipóteses de estudo. As teorias mais utilizadas na investigação em contabilidade, especialmente no âmbito da divulgação voluntária, têm sido a teoria da agência (Jensen e Meckling 1976) que enquadra outras, como a teoria positiva da contabilidade (Watts e Zimmerman 1978) e a teoria da sinalização (Spence 1973; 2000) que lhe é complementar (Morris 1987) e a teoria da legitimidade tanto na sua vertente estratégica (Dowling e Pfeiffer 1975) como institucional (Meyer e Rowan 1977), complementada com a

teoria dos grupos de interesse (Freeman 1984), com a qual existem muitos pontos em comum (Gray, Kouhy et al. 1995a).

Nos termos da teoria da agência e da teoria positiva da contabilidade os gestores exercem critério discricionário sobre as escolhas contabilísticas para minimizar os custos de contratação e o custo político enquanto nos termos da teoria da legitimidade as escolhas contabilísticas tendem a ser explicadas pela necessidade de corresponder às expectativas dos principais grupos de interesse (*stakeholders*) para o que se torna necessário construir legitimidade e reputação.

Uma questão fundamental na investigação em divulgação é a natureza do próprio conceito que não é suscetível de mensuração direta, sendo necessário recorrer a métricas (*proxies*) que o possam representar. Acontece que as diferentes teorias recorrem, invariavelmente, às mesmas métricas, o que, em nosso entender, torna difícil poder reivindicar os resultados para uma dada teoria. Talvez o melhor exemplo seja a dimensão das empresas que é utilizada na teoria da agência como *proxy* de problemas de agência (quanto maior a dimensão das empresas, mais custos de contratação e políticos) e na teoria da legitimidade como *proxy* de necessidade de legitimação (quanto maior a dimensão das empresas maior o número de grupos de interesse e maiores as necessidades de construir legitimidade e reputação).

O estudo empírico que integra o presente trabalho adota, por isso, uma perspetiva teórica que procura combinar as diferentes teorias e, embora visando preocupações normativas e de acumulação de conhecimento sobre a área específica de divulgação dos riscos empresariais que possa ser útil à comunidade científica e a órgãos reguladores, é desenvolvido, a exemplo de outros autores que trataram o tema (Linsley e Shrives 2006; Abraham e Cox 2007; Dobler, Lajili et al. 2011), numa metodologia de investigação positivista em que se procura identificar as características e encontrar determinantes para as divulgações de risco efetuadas pelas empresas.

5.2 A investigação em divulgação narrativa

A investigação em contabilidade financeira tem evoluído, nos últimos anos, para outro tipo de temas e tem sido influenciada por acontecimentos exógenos muito relacionados com a globalização dos mercados e com o advento de designada economia do conhecimento onde a inovação e os intangíveis passaram a ser ativos muito relevantes e indutores do valor das empresas (Canibano, Garcia-Ayuso et al. 2000), pelo que os estudos sobre divulgação se têm tornado mais frequentes.

Numa análise aos temas publicados nos principais jornais especializados nesta área de investigação (Beattie 2005), os trabalhos académicos sobre divulgação representavam cerca de 23% do total.

A divulgação de informação, na forma narrativa, complementar à informação constante nas demonstrações financeiras tradicionais tem sido defendida nas principais propostas dos novos modelos de reporte corporativo (Beattie 2000; Courtis 2000; Maines, Bartov et al. 2002; ICAEW 2004; Nielsen 2004) como forma de melhorar a qualidade do relato financeiro permitindo explicar e clarificar a informação financeira quantificada e identificar os indutores da criação de valor (Cole e Jones 2005).

Testemunho deste facto tem sido a evolução verificada nos requisitos a que devem obedecer os relatórios de gestão como o *Management Discussion & Analysis*, nos Estados Unidos da América e no Canadá, o *Operating e Financial Review* no Reino Unido e, mais recentemente, o *Management Commentary* do IASB (2010), para além das diretivas europeias da Modernização e da Transparência, temas a que já fizemos referência detalhada, anteriormente, neste trabalho.

Neste domínio, a investigação desenvolveu-se, por um lado, numa linha analítica (Verrecchia 2001) que procura compreender a decisão de divulgar e, por outro, numa linha empírica onde se procura descrever as práticas atuais bem como as consequências das decisões de divulgação de informação, outra para além da que consta nas demonstrações financeiras, nos mercados de capitais (Core 2001; Healy e Palepu 2001).

5.3 Questões metodológicas na investigação em divulgação

A investigação em divulgação levanta, contudo, algumas questões metodológicas que a comunidade académica tem procurado abordar e resolver, tais como o documento a analisar e o processo de recolha da informação. No caso específico da análise de conteúdo colocam-se, igualmente, questões metodológicas próprias que necessitam de esclarecimento, na medida em que o investigador necessita de fazer escolhas que podem afetar os resultados a obter, tais como a fiabilidade, a unidade de análise e o instrumento de codificação.

5.3.1 O documento a analisar

A informação narrativa complementar à divulgada, de forma quantificada, nas demonstrações financeiras e nas notas às demonstrações financeiras faz-se, maioritariamente, no relatório

anual, embora haja outras fontes como os relatórios trimestrais e semestrais e os boletins de imprensa (*press releases*).

Alguns estudos sobre divulgação têm questionado a atual relevância do relatório anual como fonte de informação para os investidores (Lev e Zarowin 1999) e há alguma discussão sobre o papel do relatório anual (Stanton e Stanton 2002), designadamente se tem como objetivo comunicar o que existe ou se, contrariamente, visa construir uma imagem (Hines 1988), ou se constitui um instrumento de marketing, ou se é, de facto, uma forma de comunicar com todos os interessados na organização. Acresce que, atualmente, se pode também questionar a sua atualidade tendo em consideração a disponibilização de informação mais atempada de informação por via digital.

Contudo, ele continua a ser uma das mais relevantes fontes de informação corporativa (Marston e Shrivies 1991; Botosan 1997; Beretta e Bozzolan 2004) devido à sua cobertura alargada e disponibilidade, sendo que Lang e Lundholm (1993) encontraram a divulgação efetuada nos Relatórios Anuais positivamente relacionada com a informação divulgada por outras fontes.

Campbell (2000) evoca duas razões pelas quais os Relatórios Anuais continuam a ser o meio de comunicação das empresas mais utilizado em estudos de divulgação, designadamente o facto de as empresas terem controlo editorial total sobre o documento e por ser, de entre todos os documentos públicos produzidos pelas empresas, o mais amplamente distribuído.

Guthrie, Petty et al. (2004) acrescentam que, pelo facto de serem emitidos com regularidade, os Relatórios Anuais apresentam a vantagem de permitir análises comparativas a diferentes períodos de reporte.

Também porque os outros meios de divulgar informação corporativa podem ser incoerentes, apresentar outros problemas práticos e, sobretudo, porque não estão disponíveis com a mesma facilidade (Campbell 2000; Unerman 2000; Lúcia, Lúcia Lima et al. 2006; Hassan, Romilly et al. 2009) o Relatório Anual continua a ser a fonte de recolha de informação mais frequente na investigação dos diferentes temas divulgados de forma narrativa, sejam a responsabilidade social corporativa, seja a responsabilidade ambiental, o capital intelectual, os intangíveis ou os riscos empresariais.

5.3.2 Processo de recolha da informação

Para estudar a divulgação, tratando-se de um conceito abstrato que não pode ser medido diretamente - “*Financial disclosure is an abstract concept that cannot be measured directly. It does not possess inherent characteristics by which one can determine its intensity or quality like the capacity of car*” (Cooke e Wallace 1989, pag 51) – torna-se necessário recorrer a indicadores ou métricas representativas (*proxies*) do constructo, o que, por a maior parte dessas representações assentar em quantificações da presença de determinados *items* ou das frequências de certos tópicos, coloca a questão de avaliar se a quantidade de divulgação será um meio adequado para aceder à qualidade da informação narrativa (Beretta e Bozzolan 2008).

As diferentes formas que têm sido usadas para medir a divulgação foram revistas por Hassan e Marston (2010) que os classificam em dois grandes grupos em função do tipo de medidas usadas como *proxy* da quantidade e qualidade da divulgação efetuada pelas empresas.

O primeiro grupo refere-se a trabalhos de investigação que se basearam em medidas obtidas de fatores exteriores aos documentos originais onde a divulgação é efetuada e o segundo grupo refere-se a trabalhos de investigação que se basearam em medidas extraídas diretamente dos documentos onde a divulgação é efetuada.

No primeiro grupo foram identificadas diferentes *proxies*. Uma, designada por Beattie, McInnes et al (2004) como “classificações subjetivas de analistas relativas à qualidade da divulgação”, são construídas a partir de questionários e entrevistas a utilizadores da informação financeira, designadamente analistas financeiros e investidores e apresentam a vantagem de estar disponíveis, de serem construídas a partir de muitos elementos e de permitirem comparações entre estudos (Marston e Shrivies 1991). Destas, destaca-se a da entretanto descontinuada *Association for Investment and Research* (AMIR) usada, por exemplo, na investigação de Botosan e Plumlee (2002) sobre a relação entre o custo do capital próprio e o nível de divulgação. Outras, construídas a partir da circunstância de as empresas (não americanas) estarem cotadas como *American Depository Receipts* (ADRs)¹⁰ (Lang, Lins et al. 2003), o que se traduziria em melhor quantidade e qualidade de divulgação pelo facto de estarem sujeitas a mecanismos reforçados de controlo, a um ambiente de maior exposição à

¹⁰ Um ADR (*American Depository Receipt*) é um título, denominado em moeda americana e emitido por um banco depositário americano, representativo de partes, múltiplos ou ações simples de empresas não americanas cotadas nos Estados Unidos que permite aos investidores americanos investir e transacionar em empresas não americanas evitando custos e efeitos cambiais.

litigância e à necessidade de reconciliarem com princípios contabilísticos geralmente aceites nos Estados Unidos. Outras, ainda, baseadas nos atributos da previsões dos analistas e no número de analistas a acompanhar a empresa (Lang e Lundholm 1993) ou mesmo em circunstâncias relacionadas com facto de o país de origem da empresa ser ou não um país desenvolvido (Bailey, Andrew Karolyi et al. 2006).

No segundo grupo, onde se incluem as *proxies* construídas ou retiradas diretamente dos documentos que suportam a divulgação, incluem-se as construídas a partir de índices de divulgação e de análise de conteúdo, designadas por Beattie, McInnes et al (2004) como aproximações semi objetivas.

Os índices de divulgação consistem na contagem de *items* selecionados divulgados pelas empresas constantes de listas extensivas, pré definidas, não ponderados ou ponderados de acordo com a sua importância, fornecem uma medida do nível de divulgação (Marston e Shrives 1991) e são construídos diretamente pelos investigadores com o propósito de servir uma investigação concreta, como, por exemplo, no trabalho sobre divulgação e custo de capital de Botosan (1997) ou sobre a divulgação dos riscos empresariais de Berger e Gleißner (2006), de Hassan (2009) e de Atan, Maruhun et al.(2010).

A pontuação atribuída pode constar apenas de uma escala nominal, binária, em que se assinala a divulgação (1) ou não (0) de uma dada informação ou pode incluir uma escala nominal com vários níveis para capturar a grau de explicitação ou a especificidade de uma determinada informação (Marston e Shrives 1991; Beattie, McInnes et al. 2004). Por serem autoconstruídos, implicam um trabalho muito intenso por parte do investigador e, por isso, são normalmente elaborados a partir de um número menor de elementos. Adicionalmente, podem apresentar outras desvantagens como, por exemplo, a possibilidade de haver repetições dos mesmos dados nos relatórios, de não se poder aferir se a ausência de determinada informação é intencional ou se deve ao facto de não existir e de os dados necessitarem de enquadramento explicativo para poderem ter conteúdo informativo (Marston e Shrives 1991).

A análise de conteúdo é um método de codificar texto em diferentes categorias de acordo com critérios pré selecionados (Weber 1990) ou, na formulação de Krippendorff (2004, pag 18), “*a research technique for making replicable and valid inferences from texts (or other meaningful matter) to the contexts of their use*” - uma técnica de investigação usada na análise de textos com vista a permitir inferências válidas e replicáveis respeitando o contexto em que são

usadas. Pode ser exclusivamente conceptual, se apenas visa a identificação e a quantificação de palavras ou conceitos num determinado texto, ou pode ser relacional, quando, adicionalmente, visa a análise de relações entre conceitos.

Pode ainda ser classificado em mecanicista ou interpretativa consoante consista exclusivamente na determinação do volume ou frequência dos itens relacionados com o tema em estudo ou, adicionalmente, vise determinar o significado do que é divulgado (Smith e Taffler 2000; Beck, Campbell et al. 2010).

Relativamente à extensão da análise de conteúdo, ela pode ser parcial, quando aplicada a partes de um documento, ou abrangente, quando aplicada a todo o documento (Beattie 2005; Hassan e Marston 2010).

Quanto à forma como é efetuada, a análise de conteúdo pode ser manual, quando concretizada diretamente pelos investigadores, ou computadorizada, quando se recorre ao auxílio de programas informáticos, podendo, adicionalmente, ser usada uma abordagem de análise mista que empregue os dois métodos.

A análise de conteúdo manual é um processo, consumidor de recursos, nomeadamente de tempo, que requer um trabalho intensivo por parte do investigador, o que pode levar à redução do tamanho das amostras dos estudos que adotam esta metodologia (Beattie e Thomson 2007).

A análise de conteúdo computadorizada, se bem que seja vantajosa em termos de tempo e de recursos empregues na investigação e de possibilitar tratar amostras de grande dimensão e análises compreensivas, pode não permitir inferências válidas devido a não se considerarem nas contagens das palavras todos os seus possíveis significados e devido à ausência de contexto (Hassan e Marston 2010). Beattie e Thomson (2007), por exemplo, referem que a análise de conteúdo computadorizada é um processo pouco adequado para investigar a divulgação de Capital Intelectual e Hassan e Marston (2010) concluíram que as investigações sobre divulgação usam, sobretudo, análise de conteúdo conceptual.

Uma boa parte dos trabalhos sobre divulgação dos riscos empresariais tem adotado análise de conteúdo conceptual e manual (Mohobbot 2005; Linsley e Shrives 2006; Abraham e Cox 2007; Rajab e Handley-Schachler 2009; Dobler, Lajili et al. 2011), conforme consta no Quadro 17.

Outras investigações por análise de conteúdo podem ainda ser desenvolvidas como estudos de legibilidade e linguísticos, classificados como estudos de análise de conteúdo sintáticos por Jones e Shoemaker (1994).

5.3.3 Aspectos metodológicos no uso da análise de conteúdo

5.3.3.1 Fiabilidade

Uma vez que, como se referiu, a divulgação é um conceito teórico que não pode ser medido diretamente (Cooke e Wallace 1989), torna-se necessário avaliar se a métrica escolhida é fiável e válida para garantir a robustez das inferências a efetuar na investigação.

A fiabilidade, na análise de conteúdo, abrange dois aspetos cujas implicações estão relacionadas. Por um lado, a garantia de que os dados obtidos pela codificação são efetivamente fiáveis e, por outro, a fiabilidade do instrumento de codificação onde a existência de um conjunto bem definido de conceitos e regras de decisão, quanto às categorias a codificar, permite reduzir o número de inconsistências na codificação, independentemente de se tratar de apenas um ou mais codificadores (Milne e Adler 1999).

De acordo com Krippendorff (2004) existem três formas principais de testar a fiabilidade, nomeadamente, o teste de estabilidade (*test-retest*), a reprodutibilidade, ou fiabilidade entre codificadores, (*inter rater reliability test*) e a consistência interna.

A estabilidade garante-se quando um mesmo codificador, em codificações sucessivas do mesmo texto, obtém os mesmos resultados. Na análise de conteúdo manual este teste é considerado como a forma mais fraca de garantir a fiabilidade derivado às inconsistências de codificação resultantes de ambiguidades nas regras de codificação, de ambiguidades do texto a ser codificado, de alterações cognitivas do codificador ou apenas de erros de codificação e, também, à onerosidade do próprio teste resultante do tempo e do esforço consumidos para o efetuar (Weber 1990; Krippendorff 2004).

A existência de um adequado instrumento de codificação com regras claras de decisão pode evitar o recurso a diferentes codificadores e pode reduzir as discrepâncias a reanalisar quando se recorra a diferentes codificadores – “*Sufficiently reliable instruments, then, may in fact negate the need for multiple coders, or at the very least significantly reduce the number of discrepancies to be re-analysed by multiple coders*” (Milne e Adler 1999, pag 328).

O recurso a diferentes codificadores permite ultrapassar as limitações resultantes das inconsistências da codificação por único codificador, conferindo maior consistência ao

processo de codificação na medida em que se contrastam diferentes avaliações do objeto em estudo, passando este a ser relevante, para garantir um grau aceitável de convergência, aferir o grau de reprodutibilidade, ou seja, a fiabilidade dos resultados da codificação dos vários codificadores. A fiabilidade pode ser testada por cálculo de coeficientes de correlação entre codificações do mesmo texto pelos diferentes codificadores, sendo que quanto maior o coeficiente de correlação, maior a fiabilidade, embora os resultados apenas sejam seguros para níveis pequenos de diferenças entre codificadores ou as discrepâncias sejam resolvidas. A medida da fiabilidade da codificação por mais do que um codificador (*inter-rater reliability tests*) tem sido abordada de diferentes formas designadamente por coeficientes de correlação e de consistência interna como o α de Cronbach (Cronbach 1951), muito embora os autores de análise de conteúdo defendam que os índices de convergência entre os diferentes codificadores obrigam a considerar a possibilidade de coincidência devida ao acaso (o que não acontece com o α de Cronbach), tendo sido propostos vários outros testes como o Scott π (Scott 1955), o k de Cohen (Cohen 1960) e o α de Krippendorff (Krippendorff 2004) que divergem entre si, fundamentalmente, quanto à forma de calcular essa possibilidade de coincidência pelo acaso¹¹.

O cálculo de qualquer destes índices obriga à codificação de toda a informação de um mesmo grupo de peças objeto de análise pelos diferentes codificadores (que constitui um grupo piloto da amostra global e que pode, ou não, vir a ser considerado nos resultados globais) computando-se, seguidamente, as coincidências e as não coincidências através de uma matriz de resultados (*confusion matrix*). O Scott π e o α de Krippendorff são, porventura, os dois índices mais usados na literatura e os de maior aceitação, sendo calculados da seguinte forma:

$$\pi = \frac{\Pr(a) - \Pr(e)}{1 - \Pr(e)}, \text{ com } \Pr(a) = \text{coincidências observadas e } \Pr(e) = \text{coincidências esperadas}$$

$$\alpha = 1 - \frac{Do}{De} = 1 - (n-1) \frac{n - \sum_c o_{cc}}{n^2 - \sum_c n_c^2} \text{ (para dois codificadores),}$$

com Do = grau de não concordância observado e

De = grau de não concordância esperado com ocorrência de acaso

Um aspeto importante, a ter em conta na aferição da fiabilidade, é o número de categorias a ser usadas no instrumento de codificação. Normalmente esse número de categorias resulta das

¹¹ Para uma abordagem crítica às diferentes formas de testar a fiabilidade entre codificadores, ver Krippendorff, K. (2004). *Content analysis - an introduction to its methodology*. London, Sage Publications, Inc., pag. 244-250

combinações entre as diferentes tipologias e sub tipologias do tópico em análise e as diferentes classes dos atributos das divulgações, podendo resultar num número significativo de categorias de divulgação a codificar. Inevitavelmente, com poucas categorias, a fiabilidade é mais fácil de atingir do que em instrumentos de codificação elevado número de categorias (Milne e Adler 1999).

Embora não tenham sido definidas normas universais para níveis de fiabilidade na codificação de análise de conteúdo, um nível de concordância entre codificadores igual ou superior a 75% (Beattie, McInnes et al. 2004) ou 80% (Hackston e Milne 1996) é considerado como aceitável.

5.3.3.2 A unidade de análise

A operacionalização dos dados resultantes da codificação, tendo em vista obter inferências, requer, na maior parte das situações, o uso de métodos quantitativos, pelo que as unidades codificadas são contadas dando origem a índices quantificados de divulgação que o investigador pode organizar em várias categorias (Weber 1990), o que implica a prévia definição da unidade de análise a codificar.

Diferentes unidades de análise têm sido utilizadas, desde páginas, quartos de página, linhas, temas, frases, partes de frases com conteúdo, dezenas de palavras e palavras. Cada uma destas unidades de codificação apresenta vantagens e desvantagens, sobretudo relacionadas com a fiabilidade e a capacidade de traduzir o tópico em apreciação. Por exemplo, o uso de páginas e quartos de página ou linhas pode vir enviesado pelas práticas de impressão dos diferentes documentos a codificar, o uso de palavras fora do contexto em que são empregues pode não permitir ao codificador aferir se está ou não em presença do tema que pretende analisar, situações que podem aumentar o grau de não coincidência das codificações (Hackston e Milne 1996). O uso da frase como unidade de medida, embora seja o método que reúne mais consenso, apresenta, também, algumas limitações. Por exemplo, Unerman (2000) sugere que, embora a medição por frases possa ser mais precisa, a medição por fragmentos de páginas pode proporcionar informação mais relevante e Abraham e Cox (2007, pag 236) sugerem que a medição por frases pode vir afetada pelo estilo literário adotado pelas empresas. Ainda assim, a frase, tendo em consideração o contexto em que é usada, garante mais coincidência de classificação o que a faz a unidade de medida que, mais provavelmente, permite obter dados completos, fiáveis e com significado (Milne e Adler 1999).

5.3.3.3 O instrumento de codificação

A análise de conteúdo implica a contagem das unidades de medida adotadas contra um esquema específico de interesse (Bowman 1984), onde seja explicitado o conjunto de dimensões a identificar e respectivas categorias que, no seu conjunto, formam o quadro conceptual de análise do tema a ser investigado e que permite identificar padrões na forma como as empresas divulgam a informação

Uma das questões de grande relevo - e ainda em discussão - no âmbito das metodologias usadas na investigação em divulgação é sobre saber se a quantidade de divulgação é uma representação adequada da sua qualidade, já que a tendência dominante tem sido identificar uma com a outra (Gray, Kouhy et al. 1995b; Hackston e Milne 1996; Beretta e Bozzolan 2004; Botosan 2004).

Aproximações à qualidade da informação divulgada podem ser feitas pela construção de índices de divulgação ponderados, a que atrás nos referimos, em que diferentes pesos podem ser atribuídos, embora de forma subjetiva, a um *item* divulgado em função de maior ou menor capacidade informativa (Botosan 1997; Berger e Gleißner 2006).

Uma outra forma de abordar a qualidade da informação divulgada tem sido a de, por via da análise de conteúdo manual, construir instrumentos de codificação onde, para além de se identificarem as diferentes categorias do tópico em análise, se identifiquem, também, características semânticas das mensagens transmitidas.

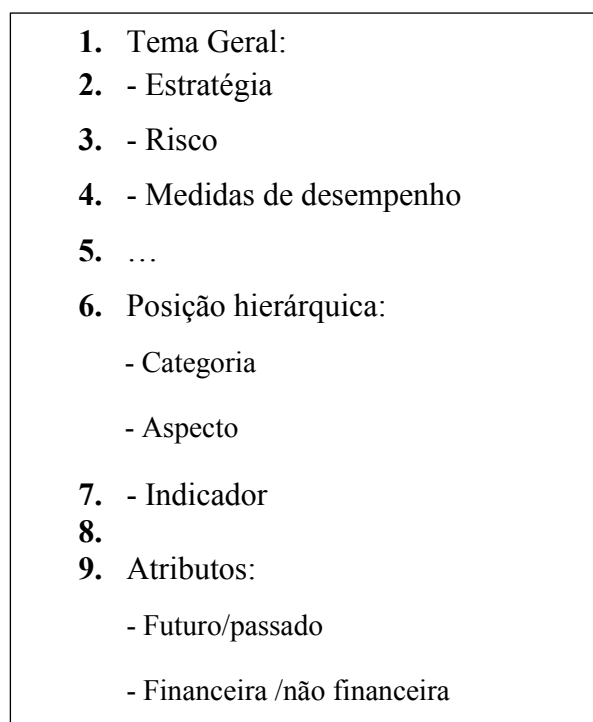
Milne e Adler (1999) fazem uma revisão da evolução verificada na elaboração dos esquemas de classificação para a análise de conteúdo especialmente centrada na investigação em responsabilidade social corporativa, mas generalizável às outras áreas de divulgação narrativa, e datam o seu início na década de 70 com um trabalho da Ernest e Young, de 1978, em que as dimensões a codificar eram, a do tema, que poderia ser a envolvente, a energia, os produtos/clientes, a comunidade, etc., e a evidência, que poderia ser quantificação monetária, quantificação não monetária, quantificação monetária e não monetária e declaração. Outros autores adaptaram esse esquema de codificação, introduzindo outras dimensões como a localização da informação no Relatório de Gestão, mas são Gray, Kouhy et al. (1995b) que introduzem o tipo de notícia, que pode ser boa, má ou neutral.

Estes quadros conceptuais, como as adaptações posteriores por outros autores, passíveis de aplicação, de igual forma, aos diferentes temas objeto de divulgação narrativa, partem do

princípio de que é possível descrever as peças informativas de acordo com os seus atributos semânticos.

Beattie (2000, pag. 11) propôs um quadro conceptual para a análise de conteúdo das componentes narrativas dos relatórios de gestão, baseado na referida prática que começou a ser observável no domínio da divulgação ambiental, com três níveis em que o primeiro identifica o tema, o segundo as categorias do tema e o terceiro de indicadores verificados na medida de desempenho analisada., nomeadamente quanto ao horizonte temporal, de ser informação histórica ou previsional, quanto a tratar-se de informação financeira ou não financeira e quanto a ser ou não quantificada.

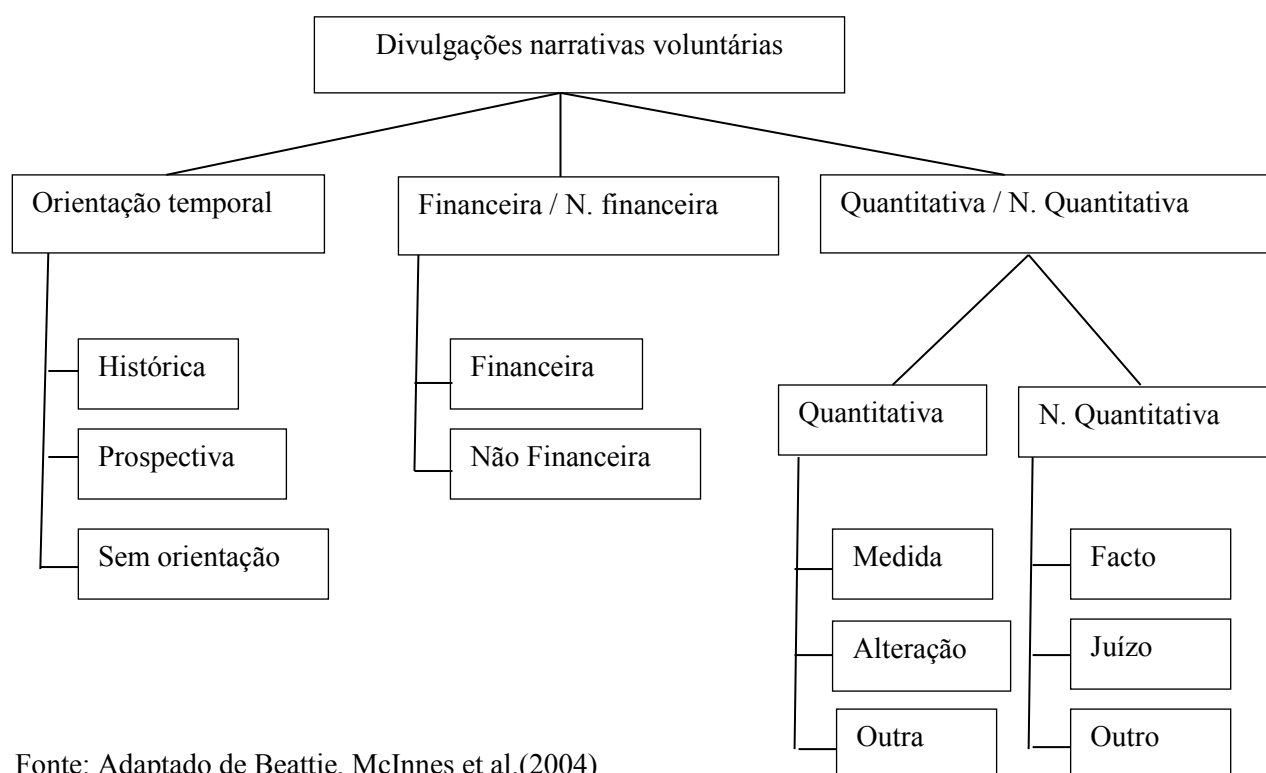
Figura 3 - Quadro conceptual para a classificação e descrição da divulgação corporativa de beattie



Fonte: Adaptado de Beattie (2000)

Este quadro conceptual foi posteriormente melhorado por Beattie, McInnes et al. (2004, pag 217), no qual se propõe que os temas principais sejam um dos previstos no Relatório *Jenkins* (AICPA 1994a) e ainda diferentes especificações tanto quanto à forma de quantificar a informação quer quanto a forma de divulgar a informação não quantificada.

Figura 4 - Esquema de codificação de beattie, mcinnes et al.



Fonte: Adaptado de Beattie, McInnes et al.(2004)

Beretta e Bozzolan (2004), com base na evidência de que a quantidade de divulgação é fortemente influenciada pela dimensão e tipo de atividade das empresas, defendem que um índice absoluto construído a partir do número total de divulgações de risco não permite uma avaliação adequada da quantidade relativa das divulgações efetuadas pelas empresas. Propõem, por isso, um quadro conceptual para a análise da comunicação dos riscos, retomando a necessidade de, para além de se ter em consideração *o quanto* é divulgado se ter também *o que* é divulgado, defendendo a inclusão das propriedades semânticas no instrumento de codificação, se bem que, adicionalmente, tenham proposto a elaboração de índices de quantidade e de densidade, para o número de divulgações efetuadas, e de profundidade e de perfil de orientação para as características semânticas.

Esta proposta foi discutida e questionada por Botosan (2004) que, embora elogiando os autores por se terem proposto abordar dois temas difíceis – a definição da qualidade da divulgação e o risco, considera que a proposta de Beretta e Bozzolan (2004) não conseguiu o objetivo de produzir um quadro conceptual para qualidade da divulgação dos riscos já que,

Quadro 20 - Esquema de codificação para divulgações do risco de beretta e bozzolan

Categoria	Modalidades
<u>Fatores de Risco</u>	
Conteúdo	Estratégia da empresa
	Características da empresa <ul style="list-style-type: none"> Estrutura financeira Estrutura empresarial Estrutura tecnológica Organização Processo
	Envolvente da empresa <ul style="list-style-type: none"> Sector de atividade Envolvente legal Envolvente política, económica, social, etc.
<u>Propriedades semânticas</u>	
Sinal económico	Positivo Indiferente Negativo Não divulgado
Tipo de medidas	Financeiras quantitativas Financeiras qualitativas Não financeiras quantitativas Não financeiras qualitativas Sem medidas
Perspetiva	Hipótese – expectativa Programas Decisões tomadas Situação atual

Fonte: Adaptado de Beretta e Bozzolan (2004)

como todos os outros quadros conceptuais já produzidos, em última análise, fundamenta-se em contagens de *itens* de informação e, portanto, na hipótese de que quantidade e qualidade estão relacionadas, argumentando que a qualidade da divulgação é inerentemente imensurável “*It may be that disclosure quality has defied direct measurement despite our best efforts to quantify it because disclosure quality is inherently immensurable*” (Botosan 2004, pag 290).

Beretta e Bozzolan (2008) retomam o tema da quantidade *versus* qualidade de divulgação e propõem um novo quadro conceptual multidimensional para análise da qualidade das divulgações narrativas fundamentado na proposta de Beattie, McInnes et al. (2004) e nas características semânticas das divulgações e mantêm que a quantidade não pode ser uma *proxie* para a qualidade da divulgação embora reconheçam que subsiste uma questão de fundo, designadamente a da definição de qualidade uma vez que diferentes utilizadores da informação podem adotar diferentes conceitos de qualidade.

Mais recentemente, Beck, Campbell et al. (2010) propuseram uma metodologia tendente a avaliar o conteúdo informativo das divulgações que, para além da avaliação dos temas procede, também, a uma categorização do conteúdo informativo de acordo com uma escala, construída pelos investigadores, que reflete uma ponderação das formas, mais ou menos informativas, como a divulgação é feita.

A relação entre quantidade e qualidade da divulgação é, portanto, um tema cuja discussão continua em aberto. Um dos principais pressupostos da análise de conteúdo é o de que a quantidade de divulgações de uma determinada categoria reflete a importância dessa categoria (Gray, Kouhy et al. 1995b; Krippendorff 2004). Grande parte dos estudos que têm sido feitos contorna o problema referindo explicitamente que avaliam a quantidade (Linsley e Shrives 2006; Abraham e Cox 2007; Dobler, Lajili et al. 2011) das divulgações efetuadas pelas empresas, muito embora os instrumentos de codificação adotados incluam as características semânticas das divulgações e os resultados apresentem a quantidade de divulgações de cada uma dessas categorias.

Independentemente da discussão sobre quantidade/qualidade, como anteriormente se referiu, a existência de um instrumento adequado de codificação é condição necessária (embora não suficiente) para assegurar a fiabilidade dos resultados na análise de conteúdo e está, hoje em dia, consolidado um modelo de análise que engloba a avaliação de diferentes dimensões das divulgações, designadamente dos diferentes temas ou tipologias do tópico em análise, bem como das suas características semânticas, quantificação, impacto e horizonte temporal, podendo abarcar outros aspetos como a localização nos relatórios.

5.3.3.4 Regras de codificação

Após prévia definição do documento a codificar (e componentes do documento, caso se trate de uma análise de conteúdo parcial) e da unidade de codificação é necessário definir o tópico de análise e as categorias de divulgação a codificar e, adicionalmente, elaborar um conjunto de regras de decisão (ou desambiguação) a observar pelos codificadores dando exemplos explícitos de tipos de divulgações que se incluem em cada categoria de divulgação (Milne e Adler 1999; Beattie, McInnes et al. 2004).

6 QUESTÕES DE INVESTIGAÇÃO, OBJETIVOS E HIPÓTESES

O trabalho centra-se nas empresas não financeiras europeias, de grande dimensão, de influência legal continental, uma vez que não têm sido estudadas, no tema específico da divulgação dos riscos empresariais, num contexto de comparabilidade.

As duas tradições legais dominantes, designadamente a de lei comum (*common law*) e a de lei civil (*code law*) são apontadas, no âmbito da teoria legal e financeira (*law e finance theory*), como fatores que influenciam o desenvolvimento financeiro e, consequentemente, o desenvolvimento económico (La Porta, Lopez-De-Silanes et al. 1997; Levine 1999), estando associado à primeira um sistema financeiro predominantemente baseado no mercado e à segunda um sistema financeiro predominantemente baseado no financiamento bancário (Graff 2006).

No que à contabilidade e reporte financeiro diz respeito, estas diferenças são muitas vezes evocadas como um dos fatores explicativos das diferentes práticas de reporte (Ruland, Shon et al. 2007) e, tanto quanto é de nosso conhecimento neste momento, não existe nenhuma investigação que incida sobre a divulgação de riscos por empresas não financeiras de diferentes países de lei civil, embora exista sobre empresas de alguns destes países de forma individual.

Na revisão de literatura efetuada - Quadro 16- quatro dos trabalhos incidiam sobre empresas inglesas (Linsley e Shrives 2006; Abraham e Cox 2007; Abraham, Solomon et al. 2007; Rajab e Handley-Schachler 2009) e alguns outros trabalhos incidiram sobre empresas de países europeus continentais, designadamente o de Beretta e Bozzolan (2004), sobre empresas italianas, o de Berger e Gleißner (2006), sobre empresas alemãs, o de Tirado e Cabedo (2009), sobre empresas espanholas, o de Veemaele, Vergauwen et al. (2009), sobre empresas belgas, o de Neri (2010), sobre empresas italianas e o de Oliveira, Rodrigues et al. (2011a), sobre empresas portuguesas.

O único trabalho que procede a uma comparação internacional é o de Dobler, Lajili et al. (2011) e abrange 3 países de lei comum e um de lei civil. Estes autores assinalam a falta de comparações internacionais como uma das lacunas existentes na investigação sobre a divulgação dos riscos empresariais.

Por outro lado, sendo a dimensão das empresas normalmente indicada como significativamente associada às escolhas contabilísticas e de divulgação, tanto no âmbito da

teoria positiva da contabilidade (Watts e Zimmerman 1978) como da teoria da legitimidade (Dowling e Pfeiffer 1975), a observação de um conjunto de empresas de grande dimensão (*blue-chip*) pode permitir verificar se, neste contexto, se mantêm válidas as tendências gerais observadas, quer ao nível da quantidade e forma como as divulgações dos riscos são efetuadas, quer quanto às determinantes da divulgação.

Acresce que a crise financeira internacional, desencadeada em 2007 pela crise do *subprime* nos EUA, e as suas consequências, com a posterior crise das dívidas públicas na Europa, veio, mais uma vez, centrar a atenção dos reguladores nas práticas de reporte e divulgação, tanto na atividade financeira como nas empresas não financeiras. Reacendeu-se a discussão sobre o critério do justo valor e o seu possível contributo para a crise, a necessidade de maior transparência no setor financeiro foi retomada com as iniciativas de Basileia III e, neste ambiente, o tema da gestão e divulgação dos riscos pelas empresas reforçou a sua atualidade. Daí resulta a pertinência de observar as práticas de divulgação de um mesmo conjunto de empresas em dois momentos distintos, no início da crise financeira e num momento mais próximo, no sentido de identificar eventuais alterações nas práticas de divulgação dos riscos tanto em termos da quantidade de divulgações como na forma como são efetuadas. Face a estas considerações, colocam-se as questões de investigação, objetivos e hipóteses que constam dos pontos seguintes.

6.1 Questões de investigação

- a) Tendo em consideração que há diferentes tipologias de risco, diferentes tipos de divulgações relacionadas com os riscos, que podem ser efetuadas com diferentes características semânticas e em diferentes locais nos relatórios anuais das empresas, quais as características das divulgações relacionadas com os riscos?
- b) Dado que a crise financeira internacional, desencadeada em 2007, incrementou o ambiente de risco empresarial a nível mundial e que a informação sobre os riscos empresariais tem vindo a ser progressivamente requerida como componente do reporte financeiro, será que, entre 2007 e 2011, se registaram diferenças na quantidade e forma como as divulgações relacionadas com os riscos são efetuadas?
- c) Será que um conjunto de características das empresas explica a quantidade das divulgações relacionadas com o risco?

6.2 Objetivos

O estudo consiste na análise das divulgações relacionadas com o risco, incertezas e oportunidades realizadas por um conjunto de empresas europeias, não financeiras de grande dimensão, de sistema legal continental, com os seguintes objetivos:

1. Caracterizar as divulgações de acordo com a tipologia de risco, o tipo de divulgação, as características semânticas e os locais do relatório anual onde são efetuadas;
2. Comparar as diferenças registadas na quantidade e forma das divulgações efetuadas no ano de 2007 e no ano de 2011.
3. Encontrar um conjunto de características das empresas que expliquem a quantidade de divulgações efetuadas.

6.3 Hipóteses

Para concretizar o primeiro objetivo importa, para além de quantificar o número global de divulgações sobre riscos, incertezas e oportunidades e procurando obviar à perda de informação que resultaria de ficar limitado a essa única avaliação (Guthrie, Petty et al. 2004), analisar, também, outras dimensões das divulgações que permitam, numa aproximação à qualidade da informação, aceder ao “como” se divulga (Gray, Kouhy et al. 1995b; Hackston e Milne 1996; Milne e Adler 1999; Beattie, McInnes et al. 2004).

Dado que a amostra é constituída por empresas de diferentes países e diferentes setores de atividade, importa, também, analisar a frequência das divulgações por cada uma destas variáveis.

Nesse sentido foi elaborado um instrumento de codificação que engloba várias dimensões das divulgações, relativamente às quais é formulado um primeiro conjunto de hipóteses.

6.3.1 Hipóteses relativas às características das divulgações

A primeira dimensão refere-se às diferentes tipologias de risco. As divulgações relativas a riscos financeiros são objeto de requisitos de divulgação bastante específicos pelas normas de contabilidade (IAS/IFRS'S), enquanto a divulgação das diferentes tipologias de riscos não financeiros é, geralmente, requerida de uma forma mais vaga e abrangente pelos órgãos reguladores dos mercados.

Da evidência anterior reportada na literatura, os resultados não são conclusivos quanto a qual das tipologias de risco é predominante, o que nos leva a formular a hipótese:

H1 – Não há diferenças significativas entre o número de divulgações das diferentes tipologias de risco

Já quando a comparação se faz apenas entre divulgações de riscos financeiros e riscos não financeiros, a evidência anterior vai no sentido de o número de divulgações de riscos financeiros ser menor (Linsley e Shrives 2006; Dobler, Lajili et al. 2011), o que nos leva a formular a hipótese:

H2 – O número de divulgações relacionadas com o risco de riscos financeiros é significativamente inferior ao número de divulgações relacionadas com o risco de riscos não financeiros

A segunda dimensão é referente ao tipo de divulgações. A literatura identifica diferentes tipos de divulgações relacionadas com os riscos que, por terem conteúdos diferentes, devem ser discriminados.

O debate sobre a necessidade de divulgar os riscos (AICPA 1987; Cea García 1995; Hodgkinson, Anderson et al. 1997; Schrand e Elliot 1998; ICAEW 2011) centra-se na necessidade de os utilizadores da informação corporativa terem acesso às diversas circunstâncias que podem determinar situações de risco para as empresas, portanto, na necessidade de “divulgações sobre os fatores de risco”. Porém, conhecer os vários fatores de risco, por si só, embora permita avaliar o perfil de risco, não informa como as empresas o gerem (Miller 1992; Linsley e Shrives 2000; Lajili e Zéghal 2005; Maingot, Quon et al. 2009), ou seja, que iniciativas adotam para lhes fazer face, daí a necessidade de dispor, também, de “divulgações sobre gestão dos riscos”.

Por sua vez, a incorporação da problemática da gestão do risco no controlo interno (NCFRR 1987; COSO 2004) e nos códigos de governo corporativo (Solomon, Solomon et al. 2000; Power 2004) levou a requerer divulgações sobre a “conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão dos riscos”, destinadas, fundamentalmente, a prevenir o risco de informação (*information risk*) e garantir a credibilidade da informação divulgada (Deumes e Knechel 2008; Dobler 2008).

Os três tipos de divulgações, embora todas relacionadas com os riscos, veiculam conteúdos diferentes já que as divulgações de fatores de risco se referem a uma diversidade de circunstâncias que podem determinar perigos, incertezas ou oportunidades e incorporar um

conjunto detetável de características como o tipo de risco, a quantificação, o impacto e a orientação temporal, as segundas, embora podendo referir-se a fatores de risco diferentes, raramente são quantificadas e não têm impacto nem orientação temporal e as últimas apenas referem a conformidade dos sistemas de gestão de risco, sem quantificação possível, sem impacto e sem orientação temporal, não permitindo aceder ao perfil de risco das empresas de forma a terem a utilidade pretendida pelos utilizadores (Solomon, Solomon et al. 2000; Linsley e Shrives 2006; ICAEW 2011; Abraham, Marston et al. 2012).

Os diferentes tipos de divulgação estão enquadrados por diferentes requisitos regulatórios, com as divulgações sobre fatores de risco e sobre estratégias de mitigação (com exceção das referentes a riscos financeiros) a serem solicitadas num regime de quasi-obrigatoriedade, permitindo razoável discricionariedade na forma como são feitas e as de conformidade dos sistemas a serem requeridas de maneira mais vinculativa pelos códigos de regulação corporativa.

Assim sendo, coloca-se a hipótese:

H3 – O número de divulgações dos diferentes tipos apresenta diferenças significativas

Não obstante estes diferentes regimes regulatórios, a maior multiplicidade de situações relativas a fatores de risco e a estratégias de mitigação pode levar a esperar que o primeiro grupo de divulgações predomine sobre as de conformidade dos sistemas, pelo que se coloca a hipótese:

H4 – O número de divulgações relativas a fatores de risco e a gestão dos riscos é significativamente superior ao número de divulgações relativas à conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão de risco

Dado que, de acordo com a regulação, as empresas devem divulgar não só sobre as diferentes origens dos riscos como, também, sobre a forma como estes são geridos, poderia supor-se que o número de divulgações dos dois tipos tenderia a não ser significativamente diferente, contudo, dado que o conceito de risco abarca não só possíveis impactos negativos como incertezas e oportunidades e as estratégias de mitigação se referem, predominantemente, apenas a impactos negativos do risco, formula-se a hipótese:

H5 - O número de divulgações relativas a fatores de risco é significativamente superior ao número de divulgações relativas á gestão dos riscos.

A terceira dimensão refere-se às características semânticas das divulgações, designadamente quanto à quantificação, quanto ao impacto e quanto à orientação temporal.

Se bem que as divulgações sobre riscos efetuadas de forma quantificada sejam apontadas como de maior utilidade, na medida em que fornecem possibilidade de avaliar as consequências (Hodgkinson, Anderson et al. 1997), as limitações que resultam da dificuldade em quantificar os riscos e as incertezas, por um lado, a aversão a divulgar informação com sensibilidade comercial e o receio de perda de reputação por divulgar informação que não se venha a confirmar (Linsley e Shrives 2006; Dobler 2008), por outro, dão suporte à evidência empírica (Linsley e Shrives 2006; Dobler, Lajili et al. 2011; Oliveira, Rodrigues et al. 2011a) de que estas são as divulgadas em menor número, o que leva à hipótese:

H6 – O número de divulgações efetuadas de forma quantificada é significativamente inferior ao número de divulgações efetuadas de forma não quantificada.

As divulgações efetuadas que informem sobre o impacto esperado são apontadas como de maior utilidade (Hodgkinson, Anderson et al. 1997), relativamente às efetuadas sem explicitar o impacto, contudo, um número significativo de divulgações relativas a gestão de risco e a conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão de risco não integram um impacto. Não há evidência, na literatura, sobre esta comparação pelo que se formula a hipótese:

H7 – O número de divulgações com impacto não é significativamente diferente do número de divulgações sem impacto

O estilo linguístico e a perspetiva comunicacional adotados nos relatórios das empresas pode ser um instrumento para camuflar as mensagens, prática designada de “ofuscação” que, de entre outros fatores, pode resultar da vontade deliberada de deturpar ou ocultar factos negativos (Courtis 2004; Rutherford 2005) e, neste medida, pode condicionar o número de divulgações com impacto positivo ou negativo.

Tendo presente esta possibilidade, há argumentações conflitantes quanto à predição de uma relação significativa entre as divulgações efetuadas com impacto positivo e as efetuadas com impacto negativo.

A adoção de um género de escrita tendencialmente positivo nos relatórios, conhecido como o efeito de *Pollyanna* (Hildebrandt e Snyder 1981) pode fazer prever um maior número de divulgações positivas.

Adicionalmente, uma vez que os gestores têm incentivos a fazer gestão de opinião (*impression management*) em função de objetivos pessoais, tendem a divulgar predominantemente boas notícias em prejuízo das más e, de acordo com a teoria da atribuição (*attribution theory*), a adotarem um padrão de divulgação que atribua as más notícias a fatores alheios à gestão e as boas ao seu próprio desempenho (Clatworthy e Jones 2003). Esta teorização é consistente com a possibilidade, derivada da teoria da agência, de os gestores, por auto interesse, tenderem a ocultar as más notícias até um determinado patamar, enquanto as boas notícias são reveladas de imediato (Kothari, Shu et al. 2009), ou com a possibilidade de os gestores evitarem a divulgação de más notícias em momentos anteriores a subscrições de capital (Lang e Lundholm 1997).

Em sentido contrário, embora a gestão da opinião (*impression management*) seja facilitada por ambientes legais menos expostos à litigância, como é o caso dos países de lei civil comparativamente aos de lei comum, os gestores podem ter incentivos a divulgar más notícias para evitar prejudicar a sua reputação, o que se torna possível pela descoberta posterior das más notícias não divulgadas atempadamente (Linsley e Shrivies 2006), ou para evitar litigância posterior por parte de terceiros (Skinner 1994).

Igualmente, a frequência das divulgações negativas pode, no âmbito do tema em estudo, ser influenciada pelo conceito de risco que, não obstante estar a ser estudado nas vertentes positiva e negativa, tende a ser adotado nas narrativas dos relatórios das empresas de uma forma predominantemente negativa (March e Shapira 1987; Helliard, Lonie et al. 2002).

Por sua vez, mesmo no âmbito dos incentivos fornecidos pela teoria da atribuição, a divulgação de boas ou más notícias pode estar, também, dependente de circunstâncias conjunturais, como a existência de uma crise generalizada ou um momento de crescimento económico.

Na impossibilidade de estabelecer um racional claro que possa prever o predomínio das boas sobre as más notícias, ou vice-versa, formula-se a hipótese:

H8 – O número de divulgações com impacto positivo não é significativamente diferente do número de divulgações com impacto negativo

As divulgações de riscos são feitas nos relatórios de gestão evidenciando um horizonte temporal das circunstâncias divulgadas (se são esperadas no futuro ou se já ocorreram) mas são, também, efetuadas de uma forma em que é inconclusivo o momento a que se referem.

De acordo com as regras de decisão adotadas na análise de conteúdo, só foram identificadas como tendo orientação temporal as divulgações que, inequivocamente, davam uma indicação do momento a que a circunstância se referia. Por exemplo, divulgações do tipo “a empresa está exposta a riscos financeiros” não indicam se esteve ou se vai estar em concreto. Indicam que esteve e que continuará a estar, logo não têm uma orientação temporal definida.

O recurso frequente a este tipo de construção narrativa, que descreve os riscos de forma genérica, permite cumprir com os requisitos regulatórios existentes sem divulgar grande conteúdo, podendo constituir uma forma de ofuscação, e integra aquilo que é referido na literatura como “*boilerplate*” (ICAEW 2011, pag 24). Sendo esta uma questão muito relevante na divulgação dos riscos, curiosamente, os trabalhos empíricos existentes, com exceção de Rajab e Heley-Schachler (2009), não procuraram a autonomização deste atributo da variável orientação temporal, tendo incluído no instrumento de codificação apenas as dimensões temporais de futuro e passado, como se pode constatar, por exemplo, em Mohobbot (2005) Linsley e Shrives (2006), Dobler, Lajili et al.(2011) ou em (Oliveira, Rodrigues et al. 2011a).

Nas divulgações relativas a estratégias de gestão do risco e a conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão do risco está, igualmente, ausente uma orientação temporal, pelo que todas as divulgações dessas tipologias, como em Linsley e Shrives (2006), foram assim classificadas.

Embora se presumam abundantes, dada a falta de evidência passada, formulamos a seguinte hipótese:

H9 – O número de divulgações sem orientação temporal não é significativamente diferente do número de divulgações com orientação temporal

As divulgações relativas a factos futuros são consideradas como tendo grande utilidade para os utilizadores da informação financeira e a sua ausência um dos fatores que tem levado a questionar a utilidade do modelo de reporte financeiro baseado, predominantemente, em informação histórica (Courtis 2000), tendo resultado na tendência para adotar modelos de reporte com a inclusão de informação prospetiva (AICPA 1994a). Em conformidade, na perspetiva da teoria da sinalização (Spence 2000), os gestores poderiam ter incentivos a divulgar informação prospetiva de forma a sinalizarem as suas boas capacidades profissionais (Dobler 2008).

Contudo, os custos de divulgação, nomeadamente os de informação proprietária e o receio dos gestores de se esporem a ações judiciais por divulgarem informação que não se vem a confirmar, pese embora a existência de cláusulas de salvaguarda (*safe harbor*) em muitas legislações, desincentivam a divulgação de informação prospetiva.

Acresce que o facto de a informação prospetiva em geral, e sobre o risco, em particular, ser, por inerência, informação incerta, sobre a existência da qual não é possível concluir inequivocamente *ex-ante*, fornece incentivos, endógenos, ao exercício de discricionariedade na sua divulgação, ainda que requerida de forma legal ou na presença de mecanismos de verificação (*enforcement*) e de garantia da existência de sistemas destinados à sua produção (*endowment*) (Dobler 2008).

Com exceção de Linsley e Shrives (2006) e Rajab e Heley-Schachler (2009) a evidência anterior é, maioritariamente, no sentido de documentar uma predominância de divulgações de risco relativas ao passado relativamente às relativas ao futuro (Beretta e Bozzolan 2004; Mohobbot 2005; Abraham e Cox 2007; Dobler, Lajili et al. 2011; Oliveira, Rodrigues et al. 2011a). Coloca-se, portanto, a hipótese:

H10 – O número de divulgações relativas ao futuro é significativamente inferior ao número de divulgações relativas ao passado.

Já nos referimos, quando abordamos as questões metodológicas relativas à importância da construção do instrumento de codificação na análise de conteúdo, à controvérsia entre quantidade *versus* qualidade da divulgação (Gray, Kouhy et al. 1995b; Hackston e Milne 1996; Beretta e Bozzolan 2004; Botosan 2004) e identificamos diferentes formas de diferenciar o conteúdo informativo das divulgações, nomeadamente pela inclusão no instrumento de codificação de dimensões relativas às características semânticas da informação divulgada (Gray, Kouhy et al. 1995b; Beattie, McInnes et al. 2004).

Contudo, nos trabalhos sobre divulgação de riscos e incertezas empresariais em que foi utilizada análise de conteúdo manual e, tanto quanto é do nosso conhecimento, nos trabalhos sobre divulgação de outros temas, pouco aproveitamento é feito das possíveis combinações das diferentes características semânticas.

Em geral, na caracterização das divulgações efetuadas, são apresentados resultados segundo o tipo de característica semântica, designadamente o número de divulgações quantificadas e de não quantificadas, o número de divulgações com impacto positivo e com impacto negativo ou o número de divulgações sobre o passado e sobre o futuro (Mohobbot 2005; Linsley e Shrives

2006; Abraham e Cox 2007; Rajab e Handley-Schachler 2009; Dobler, Lajili et al. 2011; Oliveira, Rodrigues et al. 2011a), mas, em nenhum caso, foram exploradas as combinações destas diferentes características.

No que respeita à divulgação dos riscos, incertezas e oportunidades empresariais, essa exploração faria sentido e permitiria tirar conclusões adicionais sobre a forma como as divulgações são efetuadas pelas empresas, uma vez que o conteúdo informativo das três características semânticas consideradas na análise é maior quando as divulgações são efetuadas de forma quantificada, quando dão a conhecer um impacto (positivo ou negativo) e quando referem um horizonte temporal (passado e presente ou futuro). Contrariamente, as divulgações não quantificadas, de impacto neutro e sem referência a um horizonte temporal têm menor conteúdo informativo.

A evidência empírica, embora não abordando especificamente estas combinações, tem sido no sentido de as divulgações de maior conteúdo informativo e, presumidamente, de maior interesse para os utilizadores (ICAEW 2011), designadamente as quantificadas (Linsley e Shrivies 2006; Dobler, Lajili et al. 2011), as que evidenciam um impacto dos riscos (Beretta e Bozzolan 2004) e as que apresentam uma orientação temporal (Rajab e Handley-Schachler 2009), serem as menos divulgadas, pelo que se coloca a hipótese:

H11: O número de divulgações de diferentes conteúdos informativos é significativamente diferente.

A divulgação da informação relacionada com os riscos é requerida em diferentes partes dos relatórios anuais, embora de diferentes formas. No capítulo de fatores de risco e no *Outlook* de forma mais genérica, em que as empresas podem exercer mais discricionariedade, no relatório de governo corporativo onde, no mínimo, são requeridas as divulgações relativas à conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão do risco e no anexo, onde existem requisitos de maior especificidade relativamente ao risco de mercado. Dobler, Lajili et al (2011), analisando apenas as diferenças ente o MD&A e o anexo, concluíram por uma predominância significativa de divulgações no MD&A nos quatro países estudados, contudo, dado que a nossa análise incide sobre mais localizações, dada a falta de evidência, a hipótese é assim colocada:

H12 – O número de divulgações em cada local do relatório anual não é significativamente diferente.

Ainda dentro do primeiro objetivo (de caracterização das divulgações) e uma vez que as empresas pertencem a diferentes países e atividades, torna-se possível, avaliar se há diferenças significativas nas divulgações médias de cada um dos grupos destas dimensões, pelo que se formula um segundo conjunto de hipóteses

A origem cultural pode determinar diferentes escolhas contabilísticas (Vanstraelen, Zarzeski et al. 2003) e, embora no setor financeiro, Woods, Dowd et al (2008) e Höring e Gründl (2011), verificaram diferenças nas divulgações efetuadas por empresas de diferentes países com os países latinos a verificarem menores níveis de divulgação, o que nos leva a colocar a hipótese:

H13 – O número de divulgações é significativamente diferente nos diferentes grupos de países.

As especificidades de cada setor de atividade podem conduzir a diferentes níveis de divulgação dos riscos, seja porque pode haver riscos específicos em cada setor de atividade, seja porque as práticas de divulgação também podem ser condicionadas por efeitos derivados de aspetos institucionais e de sinalização, levando as empresas a seguir os padrões dominantes de cada setor de atividade (Dobler 2008; Hassan 2009) o que leva a colocar a hipótese:

H14 – O número de divulgações relacionadas com o risco é significativamente diferente nos diferentes setores de atividade.

O facto de as empresas estarem cotadas, em simultâneo, nos EUA tem sido apontado como razão para as empresas efetuarem mais divulgações quer porque estão sujeitas a maiores custos de agência e porque ficariam sujeitas a maior regulação (Höring e Gründl 2011), quer porque eventuais custos de informação proprietária estariam já divulgados ao cumprir essa regulação mais vinculativa (Abraham e Cox 2007). A evidência empírica assinala uma maior divulgação nas empresas cotadas, em simultâneo, nos EUA (Abraham e Cox 2007; Rajab e Handley-Schachler 2009; Höring e Gründl 2011), pelo que se coloca a hipótese:

H15 – O número de divulgações das empresas cotadas, em simultâneo, nos EUA é significativamente superior ao número de divulgações das empresas não cotadas nos EUA.

6.3.2 Hipóteses relativas à comparação das divulgações dos anos de 2007 e 2011

Relativamente ao objetivo de comparar as diferenças registadas na quantidade e forma das divulgações efetuadas no ano de 2007 e no ano de 2011 formularam-se duas hipóteses.

A acuidade que o tema da divulgação dos riscos pelas empresas ganhou nos últimos anos está bem patente na evolução que se verificou na regulação, internacionalmente e também na Europa, com as seguintes iniciativas que conduzem a esperar um crescimento no número de divulgações relacionadas com os riscos:

- A publicação das diretivas da modernização (EU 2003) e da transparência (EU 2004);
- A generalização de requisitos de divulgação dos riscos e incertezas no relatório anual, exigidos pelos órgãos reguladores dos mercados e integrados na legislação comercial dos países;
- A publicação, pelo IASB, da *practice statement* (IASB 2010) sobre o *management commentary*, em que a divulgação da exposição aos riscos e das respetivas estratégias de mitigação são explicitamente recomendadas;
- Os requisitos de divulgação de conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão do risco, no âmbito dos códigos de governo corporativo adotados, também, pelos órgãos reguladores dos mercados.

Por sua vez, a crise financeira iniciada em 2007, na origem da qual se apontam também questões relativas à transparência da divulgação corporativa, leva a admitir uma maior sensibilidade das empresas no incremento da transparência e, em particular, das divulgações relacionadas com os riscos.

A evidência empírica anterior, nas investigações que efetuaram análises temporais (Berger e Gleißner 2006; Rajab e Handley-Schachler 2009) também documenta sempre um crescimento das divulgações, pelo que se coloca a hipótese:

H16 – O número de divulgações relacionadas com o risco efetuadas no ano de 2011 é significativamente superior ao número de divulgações relacionadas com o risco efetuadas no ano de 2007

Embora exista a expectativa de que o número de divulgações possa ter aumentado de 2007 para 2011, é difícil estabelecer um sentimento claro quanto às alterações nas frequências das tipologias de risco, nos vários tipos de divulgações e nas respetivas características.

Berger e Gleißner (2006) observaram uma melhoria moderada na qualidade da informação divulgada pelas empresas alemãs, de 2000 para 2005, em especial na quantificação das divulgações e Rajab e Handley-Schachler (2009) observaram uma tendência inversa de 1998 para 2004 nas empresas inglesas.

Identificando o perfil global das divulgações com a sua frequência nas diferentes tipologias de risco, nos diferentes tipos de divulgação e nas diferentes características semânticas, na impossibilidade de formular uma antecipação do sentido da evolução, coloca-se a hipótese:

H17 – O perfil das divulgações relacionadas com o risco não se alterou significativamente de 2007 para 2011.

6.3.3 Hipótese relativas às determinantes da divulgação

Relativamente ao objetivo de encontrar fatores explicativos para o número de divulgações observadas, a literatura sobre divulgação dos riscos empresariais documenta várias relações que têm sido estudadas, e estão resumidas no QUADRO 19. Neste trabalho exploramos a relação entre o número de divulgações de riscos efetuadas pelas empresas não financeiras, de cultura continental, representadas no Stoxx50 com o conjunto das variáveis dimensão, risco, rendibilidade, país de origem, setor de atividade e o facto de estarem, ou não, simultaneamente cotadas nos EUA. A relação entre o número de divulgações e o conjunto destas dimensões será estudada tanto para o total das divulgações como para os tipos de divulgação (de risco e de conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão do risco) e tipologias de risco (financeiro e não financeiro).

Referenciais teóricos diferentes fornecem argumentação para uma relação positiva entre o número de divulgações e a dimensão das empresas. De acordo com a teoria da agência (Jensen e Meckling 1976) as empresas de maior dimensão estão sujeitas a maiores custos de monitorização uma vez que tendem a ter maior proporção de capital exterior (próprio e alheio) e, para minorar esses custos e reduzir as assimetrias de informação, tendem a divulgar mais informação. Nos termos da teoria da legitimidade (Dowling e Pfeiffer 1975) e da teoria dos grupos de interesse (*stakeholders*) (Freeman 1984), que apresentam muitos pontos comuns (Gray, Kouhy et al. 1995a), as empresas procuram satisfazer as expectativas dos vários grupos de interesse, cujo número tende a ser maior nas empresas de maior dimensão (Amran, Bin et al. 2009; Oliveira, Rodrigues et al. 2011a), o que leva a esperar maior divulgação nas empresas de maior dimensão. No âmbito da teoria positiva da contabilidade

(Watts e Zimmerman 1978) as empresas de maior dimensão estão expostas a maior custo político e, para evitar atrair a atenção de reguladores e políticos, tendem a divulgar mais.

Outros argumentos que, normalmente, são usados para associar a dimensão ao nível de divulgação são o facto de nas empresas maiores existirem maiores economias de escala na produção de informação, levando a que produzam informação a um menor custo, de haver custos de informação proprietária decrescentes e maior probabilidade de a informação existir por já ser produzida para efeitos internos (Raffournier 1995), de nestas empresas haver maior possibilidade de implementação de sistemas de recolha e divulgação de informação robustos e uma maior probabilidade de poderem empregar pessoal mais qualificado (Cooke 1989).

A literatura documenta a existência de uma predominante associação positiva entre os níveis de divulgação em geral e o tamanho das empresas (Marston e Shrivies 1991; Ahmed e Courtis 1999) e, no caso da divulgação dos riscos, a mesma associação é encontrada pela maioria das investigações (Mohobbot 2005; Linsley e Shrivies 2006; Abraham e Cox 2007; Amran, Bin et al. 2009; Tirado e Cabedo 2009; Atan, Maruhun et al. 2010; Dobler, Lajili et al. 2011; Oliveira, Rodrigues et al. 2011a).

Consequentemente, formula-se a seguinte hipótese:

H18 - O número de divulgações de riscos está significativamente relacionado com a dimensão das empresas

Argumentações, diferentes e conflitantes, para uma relação entre o nível de divulgação e o risco das empresas são referidas na literatura, identificando, por um lado, uma motivação para a divulgação (*disclosure motive*) e, por outro, uma motivação para a ocultação (*concealing motive*) (Dobler, Lajili et al. 2011) .

Segundo a teoria da agência (Jensen e Meckling 1976) as empresas com mais endividamento, um indicador de risco financeiro, apresentam maiores custos de monitorização e, para os reduzir, bem como as assimetrias de informação, divulgam mais sobre o risco.

De acordo com a teoria positiva da contabilidade (Watts e Zimmerman 1978) empresas de maior risco estão, também, sujeitas a maior risco político, divulgando mais para o reduzirem (Höring e Gründl 2011). Os gestores das empresas com maior risco teriam incentivos a divulgar as causas e a forma como os riscos são geridos (Linsley e Shrivies 2006).

Em sentido contrário, nos termos da teoria da sinalização (Spence 2000) os gestores das empresas com baixo risco teriam incentivos a divulgar para sinalizar tanto a circunstância do

menor risco como as capacidades de gestão para os gerir (Linsley e Shrives 2006) e as empresas de maior risco tenderiam a divulgar menos para evitar custos de divulgação, designadamente de informação proprietária (Dobler, Lajili et al. 2011).

Se bem que tanto a motivação para a divulgação como para a ocultação apontem para uma relação (positiva ou negativa) entre divulgação e nível de risco, a evidência empírica não assinala, de forma inequívoca, a existência dessas relações, seja na divulgação em geral (Ahmed e Courtis 1999), seja na dos riscos, em particular, onde, na maior parte dos estudos, não foi encontrada relação (Lajili e Zéghal 2005; Mohobbot 2005; Linsley e Shrives 2006; Abraham e Cox 2007; Abraham, Solomon et al. 2007; Amran, Bin et al. 2009; Rajab e Handley-Schachler 2009; Atan, Maruhun et al. 2010; Dobler, Lajili et al. 2011). O que leva a colocar a hipótese:

H19 – O número de divulgações de risco não está significativamente relacionado com o nível de risco das empresas.

Razões para uma relação positiva entre o nível de divulgação e a rendibilidade das empresas enquadram-se também em diferentes teorias, como a da sinalização (Spence 2000) segundo a qual os gestores das empresas mais rentáveis pretenderiam, por via da divulgação, sinalizar as suas capacidades profissionais, argumento que também pode ser enquadrado na teoria da atribuição (Clatworthy e Jones 2003) segundo a qual os gestores tendem a reivindicar para si as razões dos bons desempenhos e a atribuir a causas externas as razões dos maus desempenhos. A teoria da agência (Jensen e Meckling 1976) fornece argumentos contrários pois, as empresas de menor rendibilidade apresentam maior risco e, na presença de significativas assimetrias de informação (Lang e Lundholm 1993), os custos de contratação são maiores o que levaria a maior divulgação para os reduzir.

A evidência empírica, nos estudos de divulgação em geral, é inconclusiva tanto quanto a relação positiva ou negativa, como quanto a haver ou não relação (Ahmed e Courtis 1999). No caso específico da divulgação dos riscos que testou esta relação a maior parte concluiu pela sua ausência (Lajili e Zéghal 2005; Mohobbot 2005; Tirado e Cabedo 2009), pelo que se coloca a seguinte hipótese:

H20 – O número de divulgações de risco não está significativamente relacionado com a rendibilidade das empresas.

A amostra é constituída por empresas de diferentes países europeus que, embora sejam todos de cultura de origem continental e sujeitos a um mesmo referencial geral de divulgação

corporativa vigente na comunidade europeia, apresentam diferentes sistemas legais, institucionais, de funcionamento dos mercados e de regulação específica, fatores que podem determinar diferentes práticas tanto ao nível contabilístico como na divulgação efetuada pelas empresas.

Gray (1988) propôs uma teoria da influência cultural no desenvolvimento dos sistemas contabilísticos e nas práticas de divulgação, assente em várias dimensões, tais como a predominância da profissão ou da via regulatória, da uniformidade ou da conformidade, do conservadorismo ou do otimismo e do secretismo ou transparência, baseado no trabalho de Hofstede (1980) sobre a influência da cultura e dos sistemas de valores no comportamento em situações de trabalho nas organizações em que este identificava diferentes áreas culturais a partir de fatores geográficos e históricos.

Embora Finch (2010), revendo os trabalhos empíricos que tentaram testar a teoria de Gray-Hofsted, tenha concluído não haver evidência que prove as hipóteses, muitos trabalhos de investigação em divulgação testam a relação com o país de origem.

Rule, Shon et al (2007), com base na revisão da extensa literatura sobre investigação em contabilidade que efetua comparações entre países, enumeram outros fatores como o regime legal (com os países *common law* a verificarem maiores níveis de divulgação do que os de *code law*), o regime de proteção acionista, aspetos específicos dos regimes contabilísticos, como a ligação à fiscalidade, o ambiente informativo as características dos mercados de financiamento (banca ou mercado de capitais) e políticos, como o nível de corrupção.

No domínio específico da divulgação dos riscos, embora no setor financeiro, Woods, Dowd et al (2008) concluíram que os bancos Franceses, Italianos e Espanhóis (países mediterrânicos) apresentavam menores níveis de divulgação e maiores disparidades entre as práticas de divulgação e Höring e Gründl (2011), analisando as práticas de divulgação do risco no setor segurador europeu, classificaram os países de origem das empresas em quatro grupos, com base na zona geográfica, designadamente os germânicos, os anglófonos, os nórdicos e os latinos evoluídos, e concluíram que essa característica determinava diferenças na divulgação com os países latinos a demonstrarem menores níveis, confirmando as conclusões de Woods, Dowd et al (2008).

Na investigação da divulgação dos riscos empresariais nas empresas não financeiras, por a maior parte incidir sobre amostras de um só país, esta variável não tem sido testada, sendo exceção o trabalho de Dobler, Lajili et al. (2011) em que foram analisadas empresas do

mesmo setor de atividade dos EUA, do Canadá, do Reino Unido e da Alemanha onde, embora se façam comparações entre os países concretos e se constatem diferenças, não houve necessidade de os agrupar.

A regulação existente em cada país para a divulgação dos riscos empresariais pode influenciar as práticas de divulgação, sobretudo a divulgação narrativa, já que a referente ao risco de mercado tende a ser comum pela adoção das normas do IFRS's. Contudo é de supor que esses requisitos regulatórios diferentes correspondam ou derivem de diferenças geográficas e culturais.

Assim sendo, colocou-se a seguinte hipótese:

H21 – O número de divulgações relacionadas com o risco está significativamente relacionado com o país de origem das empresas

O setor de atividade pode explicar o nível de divulgação na medida em que os investidores pressionam as empresas a divulgar essa informação para avaliar a posição relativa de uma empresa no seu setor de atividade e porque o nível de divulgação pode diferir entre setores de atividade, condicionado pelo das empresas dominantes (Beretta e Bozzolan 2004).

Dobler (2008) assinala que, em determinadas circunstâncias, se um número mínimo de empresas divulgam informação, as outras tendem a imitá-las levando a que a divulgação possa resultar de um “efeito de rebanho” verificável, tanto ao nível geral da economia como em setores de atividade concretos.

A teoria institucional (Meyer e Rowan 1977) e a teoria da sinalização (Spence 2000), por seu turno, podem justificar, também, este efeito na medida em que empresas do mesmo setor de atividade, trabalhando no mesmo ambiente sociopolítico, tendem a adotar estratégias de divulgação idênticas porque estão sujeitas a idênticas pressões institucionais podendo, adicionalmente, adotar determinadas práticas de divulgação não pela efetividade informativa dessas práticas mas para imitar outras empresas da mesma indústria, podendo, assim, argumentar e sinalizar que adotam as melhores práticas (Hassan 2009)

Atendendo a esta argumentação, formulamos a hipótese:

H22 – O número de divulgações relacionadas com o risco está significativamente relacionado com o setor de atividade das empresas

O facto de as empresas estarem cotadas em diferentes países pode ser uma das razões que determina a quantidade de divulgação (Ahmed e Courtis 1999; Deumes e Knechel 2008), com

especial destaque para os EUA, onde os requisitos de divulgação são considerados mais restritivos, nomeadamente após a entrada em vigor do Sarbanes-Oxley Act, em 2002, (Höring e Gründl 2011). Esta realidade encontra suporte na teoria da agência (Jensen e Meckling 1976) dado que as empresas nesta situação ficariam sujeitas a maiores assimetrias de informação e custos de monitorização o que determina incentivos a mais divulgação. Por outro lado, os custos de preparação da informação adicional e os custos de sensibilidade comercial são reduzidos uma vez que a informação tem de ser publicada noutros países (Abraham e Cox 2007).

A literatura relativa a divulgação em geral aponta para evidência de uma relação positiva com a cotação simultânea nos EUA (Ahmed e Courtis 1999), verificando-se o mesmo na divulgação dos riscos com todos os estudos que testaram esta variável (Abraham e Cox 2007; Hassan 2009; Rajab e Handley-Schachler 2009).

Dado o país de origem das empresas objeto do estudo, é oportuno testar a hipótese num contexto europeu de tradição continental, pelo que se coloca a hipótese:

H23 – O número de divulgações relacionadas com o risco está significativamente relacionado com o facto de as empresas estarem cotadas, simultaneamente nos EUA.

7 METODOLOGIA

7.1 Amostra

A amostra é constituída pelas empresas não financeiras pertencentes ao índice Stoxx 50, constantes do ANEXO 1, na configuração reportada a Fevereiro de 2013 e abrange os anos de 2007 e de 2011.

A exclusão das empresas financeiras, como acontece em muitos outros trabalhos de análise da divulgação dos riscos empresariais (Beretta e Bozzolan 2004; Mohobbot 2005; Linsley e Shrives 2005a; Linsley e Shrives 2006; Abraham e Cox 2007; Vandemaele, Vergauwen et al. 2009; Atan, Maruhun et al. 2010; Dobler, Lajili et al. 2011), deve-se ao facto de estas serem entidades cuja atividade principal consiste em tomar e gerir risco sendo de admitir que façam divulgações significativamente diferentes das de outros setores, por estarem sujeitas a requisitos legais de divulgação muito específicos.

Grande parte dos estudos de divulgação de riscos empresariais incide sobre amostras de um só país (Beretta e Bozzolan 2004; Mohobbot 2005; Linsley e Shrives 2005a; Linsley e Shrives 2006; Abraham e Cox 2007; Rajab e Handley-Schachler 2009; Vandemaele, Vergauwen et al. 2009; Atan, Maruhun et al. 2010) – QUADRO 16 - sendo que só dois trabalhos, mais recentes, (Rajab e Handley-Schachler 2009; Dobler, Lajili et al. 2011), incidem sobre empresas de vários países. Rajab e Heley-Schachler (2009) analisam as empresas do índice FTSE 100 e Dobler, Lajili et al. (2011) procedem a uma investigação internacional envolvendo quatro países, embora no mesmo setor de atividade.

O índice Stoxx50 é constituído pelas principais empresas de diferentes setores de atividade abrangendo 12 países da Zona Euro, designadamente a Alemanha, a Áustria, a Bélgica, a Espanha, a Finlândia, a França, a Grécia, a Holanda, a Irlanda, a Itália, o Luxemburgo e Portugal, o que permite usar estas características como possíveis determinantes da divulgação.

Excluídas as empresas financeiras, restaram 38 empresas não financeiras. Após a exclusão de uma, por ser de um país (Irlanda) não enquadrável na tradição de cultura continental, a amostra final ficou constituída por 37 empresas não financeiras, cujos relatórios referentes aos anos de 2007 e 2011 foram analisados.

Os Relatórios Anuais, na versão em língua inglesa, foram recolhidos por *download* diretamente dos respetivos *websites*, relativamente aos anos fiscais terminados em 31 de Dezembro de 2007 e em 31 de Dezembro de 2011.

A opção pela versão em língua inglesa para todos os relatórios, independentemente da língua de origem do país a que as empresas pertencem, deve-se ao facto de se pretender, como efetuados noutros estudos, evitar enviesamentos na análise de conteúdo resultantes de diferentes idiomas, (Campbell, Cornelia Beck et al. 2005; Dobler, Lajili et al. 2011).

O ano de 2007 foi escolhido por corresponder ao primeiro ano da mais recente crise financeira que desencadeou um ambiente de risco generalizado a nível mundial e o ano de 2011 por se tratar do último ano disponível à data da recolha da informação, onde terão sido incorporadas as mais recentes tendências da divulgação dos riscos, nomeadamente as resultantes das alterações introduzidas na regulação. O diferencial de 4 anos entre os momentos analisados pode elucidar sobre eventuais alterações nos padrões de divulgação.

7.2 Recolha de dados

Para testar as hipóteses formuladas tornou-se necessário quantificar as divulgações relacionadas com os riscos, totais e nas várias tipologias consideradas, bem como as características das empresas com as quais se investiga a possível relação.

A quantificação das divulgações relacionadas com os riscos foi efetuada pela construção de um índice que expressa o número de divulgações, obtido por análise de conteúdo manual a quatro locais dos relatórios anuais das empresas da amostra onde a divulgação é requerida.

Os dados relativos às características das empresas foram extraídos da base de dados Datastream.

De acordo com Linsley e Shrives (2006, pag 389) e Dobler, Lajili et al (2011, pag 8) uma frase foi considerada de divulgação relacionada com os riscos se “o leitor é informado de qualquer oportunidade ou qualquer perigo, ameaça ou exposição, que já tenha tido ou possa vir a ter impacto na empresa ou da gestão de qualquer oportunidade, perigo, ameaça ou exposição”¹².

¹² Tradução do autor

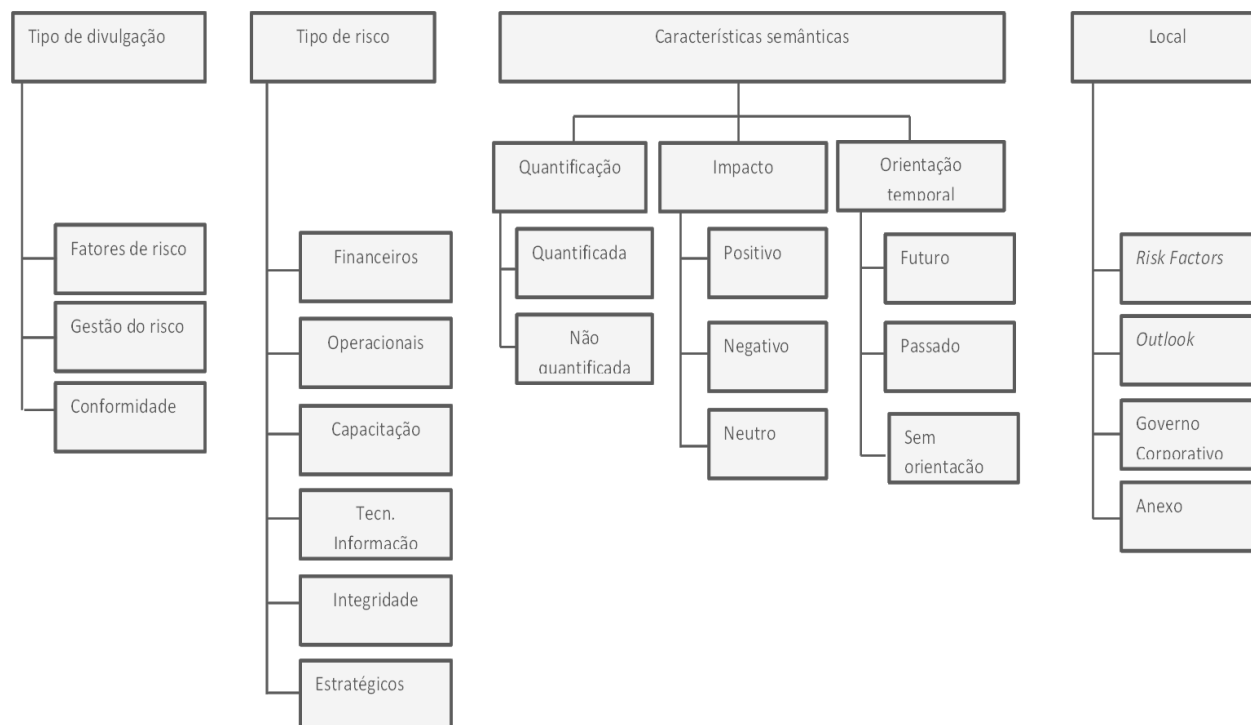
7.2.1 Unidade de codificação e de análise

A frase, no contexto em que é usada, foi escolhida como unidade de codificação e como unidade de análise por ser a que pode garantir dados mais fiáveis (Hackston e Milne 1996; Milne e Adler 1999), tendo sido adotada numa parte substancial dos trabalhos que investigaram as divulgações de riscos por análise de conteúdo manual (Beretta e Bozzolan 2004; Mohobbot 2005; Linsley e Shrives 2006; Vandemaele, Vergauwen et al. 2009; Oliveira, Rodrigues et al. 2011a)

7.2.2 O instrumento de codificação

A adoção de um instrumento de codificação é facilitada pelo recurso a soluções já usadas e testadas em estudos anteriores (Linsley e Shrives 2006), o que acontece com mais probabilidade quando na área de investigação em causa existe já um corpo consolidado de conhecimento e pesquisa empírica significativa. Embora tema de estudo relativamente recente, na divulgação dos riscos e incertezas empresariais existe já um número considerável de trabalhos publicados aos quais é possível recorrer para fundamentar as dimensões e categorias a incluir. Contudo é possível constatar, conforme a revisão da literatura documenta e as referências que seguidamente faremos, a ausência, ainda, de um modelo estabilizado de análise e de métodos, mais evidente na falta de uniformidade nas tipologias de risco a considerar, nos atributos das características semânticas das divulgações e na inclusão ou não das divulgações sobre conformidade dos sistemas de controlo interno e gestão do risco como divulgações de risco, o que pode condicionar a comparabilidade dos resultados.

O instrumento de codificação adotado tem por base o usado por Linsley e Shrives (2006), quanto às tipologias de risco, também já usadas no trabalho do ICAEW (Hodgkinson, Anderson et al. 1997), mas apresenta outras dimensões como o tipo (ou natureza) das divulgações e a localização, usadas por Dobler, Lajili et al.(2011), e, no que respeita às características semânticas das divulgações, optou-se por uma maior pormenorização conforme Rajab e Heley-Schachler (2009), incluindo as divulgações efetuadas de forma neutra (sem impacto) e as divulgações sem orientação temporal explícita.

Figura 5 - Instrumento de codificação

A FIGURA 5 resume o instrumento de codificação adotado procedendo-se, seguidamente, à descrição e fundamentação das opções pelas diferentes dimensões e categorias sendo, também, apresentados exemplos de divulgações referentes a cada situação.

7.2.2.1 Tipo de divulgação

A revisão de literatura permite claramente concluir por três diferentes tipos de divulgações relacionadas com os riscos e incertezas, designadamente as relativas a fatores de risco, as relativas a estratégias de mitigação dos riscos e as relativas aos objetivos e conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão do risco, que foram adotadas no presente trabalho, tal como em Linsley e Shrives (2006).

Contudo, Linsley e Shrives (2006) não procederam à análise dos resultados segundo as tipologias identificadas e, nos testes bivariados que efetuaram para associar o número de divulgações com características das empresas, adotaram um índice global que integrava o número de divulgações dos três tipos, enquanto Dobler, Lajili et al (2011) identificaram apenas divulgações de fatores e

risco e de estratégias de mitigação e procederam à análise de acordo com os diferentes tipos de divulgação.

Quadro 21 - Tipos de divulgação

Tipos de Divulgação	Âmbito
De fatores de risco	Identificam os diferentes fatores de risco, incertezas ou oportunidades
De estratégias de mitigação de risco	Referem as ações destinadas a mitigar os riscos
De conformidade dos sistemas	Referem a adequação dos sistemas de controlo interno e de gestão do risco

Fonte: construção própria

Divulgações de fatores de risco

Foram consideradas as frases em que o utilizador da informação era informado tanto de qualquer oportunidade como de qualquer perigo, ameaça ou exposição que tenha tido impacto na empresa no passado ou que se admitia vir a ter no futuro.

Exemplos:

“If we do not effectively manage our geographically dispersed workforce, our business may not operate efficiently, e this could have a negative impact in our business, financial position profit, e cash flows” (O17) – SAP 2011

“IDC expects the global hardware market to expand 5,7 % e the services market to expand 6,3 % in 2008.” (E1) – SAP 2007

“We believe it’s time for specialized markets in software applications e hardware deployment to develop” (E4) – SAP 2007

Divulgações de Estratégias de mitigação de riscos

Foram consideradas as frases pelas quais o utilizador da informação é informado das estratégias, aproveitamento das oportunidades e/ou de gestão ou mitigação dos perigos, ameaças e exposições.

Exemplos:

“We use derivative financial instruments in order to reduce risks resulting from fluctuations of foreign currency exchange rates, risks resulting from future cash flows associated with Stock Appreciation Rights (STAR’s) granted to employees and risks resulting from potential future variability interest payments.” (F19) – SAP 2007

“In order to reduce these risks (raw material price risks), derivative financial instruments are used that serve to hedge purchase price fluctuations agreed with suppliers with respect to the raw material content of purchases.” (F19) – BMW 2011

“For example, the Group minimizes potential interruptions of operating routines in the data centers by means of mirrored data sets, decentralized data storage, outsourcing archiving, high availability computers e appropriate emergency plans” (IT19) – Daimler 2011

“We address these risks with various measures depending on the circumstances, including, for example, making local organizational changes, taking advice from economic consultants, law firms, tax advisors, and authorities in the countries concerned, and bringing legal actions.” E19 – SAP 2011

“In addition, we address the risk of a negative impact on our business operations from failure to recruit the employees we need, by seeking to build employee and management strengths through a range of targeted professional development, mentoring and coaching programs ,and special high-potential employee programs” (O19) – SAP 2011

Divulgações de conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão de risco.

Foram consideradas as frases referentes aos objetivos e descrição dos sistemas de controlo interno e de gestão de risco, bem como referentes à afirmação da sua conformidade com os Objetivos e requisitos regulamentares.

Exemplos:

“We have comprehensive risk management structures in place that are intended to enable us to recognize e analyze risks early e take appropriate action” (I20) SAP – 2011

“the risk management policy issued by our Executive Board governs how we handle risks e defines a methodology that applies uniformly across all parts of the Group” (I20) – SAP 2011

“Daimler has established guidelines for risk controlling procedures e for the use of financial instruments, including a clear segregation of duties with regard to financial activities, settlement, accounting and the related controlling” (F20) – Daimler 2011

“The risk management system with regard to material risks e risks threatening the existence of the group is integrated into the value based management e planning system of Daimler AG e the group.” (I20) - Daimler 2011

“We have a comprehensive risk management system in place, which enables us to recognize e analyze risks earlier on to take the appropriate control measures” (I20) – SAP 2007

“Our risk management system is based on our global risk management framework, which we developed and implemented in accordance with international recommendations to ensure, among other things, that we comply with Sarbanes-Oxley Act regulations” (I20) – SAP 2007

“As stated there, the BMW group applies a value-at-risk approach for internal reporting purposes e to manage interest rate risks.” (I20) – BMW 2011

7.2.2.2 Tipologias de risco

De forma consistente com a metodologia seguida em estudos anteriores sobre o mesmo tema (Linsley e Shrives 2006; Dobler, Lajili et al. 2011) uma frase foi considerada como divulgação relacionada com o risco se o leitor for informado de qualquer oportunidade ou expectativa, ou de qualquer perigo, ameaça, dano ou exposição, que tenham já tido ou possam ainda vir a ter impacto na empresa ou da gestão de qualquer dessas oportunidades, expectativas, perigos, ameaças, danos ou exposições.

A classificação dos diferentes fatores de risco teve por base a proposta no *Business Risk Model* da Arthur Anderson, que foi seguida no primeiro trabalho do ICAEW sobre o tema (Hodgkinson, Anderson et al. 1997) e adotada, posteriormente, por outros autores, embora com adaptações nem sempre idênticas, como Mohobbot (2005), Linsley e Shrives (2006), Amran, Bin et al. (2009), Rajab e Heley-Schachler (2009) e Dobler, Lajili et al. (2011). Por exemplo, Rajab e Heley-Schachler (2009) classificam os riscos apenas em “da envolvente”, “operacionais” e “estratégicos” e Dobler, Lajili et al. (2011) classificam em “Financeiros” e “Não Financeiros”, sendo que, entre estes discriminam em “De mercado”, “Da natureza”, “Operacionais” e “De regulação”.

No presente trabalho, seguindo Linsley e Shrives (2006), os riscos foram categorizados em dois grandes grupos, designadamente Financeiros e Não Financeiros, incluindo na última categoria os Riscos Operacionais, os de Capacitação, os de Tecnologias e Processamento de Informação, os de Integridade e os Estratégicos seguindo a metodologia usada por Linsley e Shrives (2006).

Quadro 22 - Tipologias de risco

Tipos de Risco	Âmbito
Riscos Financeiros (F)	Taxa de Juro, taxa de Câmbio, mercadorias, liquidez e crédito.
Riscos Operacionais (O)	Eficiência e desempenho, desenvolvimento de produto, abastecimento, quebras e obsolescência de inventários, saúde e segurança no trabalho, ambientais, erosão de marca e satisfação dos clientes.
Riscos de Capacitação (C)	Subcontratação, comunicações, incentivos ao desempenho e gestão e liderança.
Riscos de Tecnologias e Processamento de Informação (IT)	Integridade dos sistemas, acesso, disponibilidade e infraestruturas.
Riscos de Integridade (I)	Fraude dos colaboradores e dos gestores, Atos ilícitos e reputação.
Riscos Estratégicos (E)	Tendências da envolvente externa, setor de atividade, portfólio de negócios, preço, concorrência, valor da empresa, planeamento, ciclo de vida, medida do desempenho, regulação, soberania e políticos.

Fonte: construção própria

Riscos financeiros

Exemplos:

“Moreover, market conditions could make it harder to renew existing undrawn bilateral credit lines, 24% of which, at December 31, 2011 initially mature prior to December 31, 2012” (F5) – Telefónica 2011

Riscos operacionais

Exemplos:

“At December 31, 2011 approximately 54,5% of its assets and 49,0% of the income from Latin American segment were derived from its Brasil transactions” (O9) – Telefónica 2011

Riscos de tecnologias e processamento da informação

Exemplos:

“Unanticipated network interruptions as a result of system failures whether accidental or otherwise, including due to network, hardware or software failures, which affect the quality of or cause an interruption in the Telefonica Group’s service, could lead to customer dissatisfaction. Reduced revenues and traffic, costly repairs, fines or other types of measures imposed by regulatory authorities and could harm the Telefonica Group’s reputation” (IT17) – Telefónica 2011

Riscos de integridade

Exemplos:

“In 2011 ENI adopted a new business model, approved by the board of Directors on December, 15, 2011, aiming to pool and integrate management of commodity risk and to develop Asser Baked Trading activities” (I25) – ENI 2011

Riscos estratégicos

Exemplos:

“This framework supports the possibility of national regulator, in specific cases and in exceptional conditions, establishing the functional separation between the wholesale and retail business of operators with significant market power and vertically integrated operators, whereby they would be required to offer equal wholesale terms to third-party operators that acquire these products” (E5) – Telefónica 2011

7.2.2.3 Características Semânticas

As características semânticas permitem, como já referido, uma aproximação ao conteúdo informativo das divulgações.

Quadro 23 - Características semânticas

Dimensões semânticas	Características
Quantificação	Quantificado (QT)
	Não Quantificado (NQT)
Impacto	Positivo (POS)
	Negativo (NG)
	Neutro (NT)
Horizonte temporal	Passado e presente (PAS)
	Futuro (FT)
	Sem horizonte temporal (SOT)

Quantificação

Pretende-se identificar se uma divulgação é efetuada de forma quantificada ou de forma não quantificada.

Divulgações quantificadas

Foram consideradas as frases em que foi facultada ao utilizador informação da quantificação do impacto verificado ou esperado das oportunidades e riscos.

Exemplos:

“By 2010, we hope to increase our customer numbers to about 100.000” (O1) – SAP 2007

“The Japanese economy is forecasted to grow in 2012 at a rate of 2,5 %, helped by the backlog effect caused by lost production after the natural disaster” (E1) – BMW 2011

“In these circumstances, the RoE should once again be no lower than 18%” (O1) – BMW 2011

Divulgações não quantificadas

Foram consideradas as frases em que ao utilizador não era facultada informação sobre a quantificação do impacto verificado ou esperado das oportunidades e riscos.

Exemplos:

“In medium term we expect further advances e continuing revenue profit” (O4) – SAP 2007

“significant risks exist, mainly arising from the sovereign debt crisis in the euro zone e the resulting volatility in the financial markets, which could have a substantial negative effect on growth in the euro zone” (E5) – Daimler 2011

Impacto

Pretende-se identificar se uma divulgação informa sobre se a ação descrita teve ou terá um efeito positivo ou negativo na empresa ou se não informa acerca do impacto verificado ou esperado.

Divulgações com impacto positivo

Foram consideradas as frases em que o utilizador era informado de que era esperado que o impacto da oportunidade ou do risco fosse favorável para a empresa.

Exemplos:

“In the medium term we will achieve greater fuel economy by electrifying the drive train e developing comprehensive hybrid systems” (O4) – BMW 2011

“We continue to believe, as in recent years, that the likelihood of such a risk event having a negative impact on our expected business performance is low” (E4) – SAP 2011

Divulgações com impacto negativo

Foram consideradas as frases em que o utilizador era informado de que era esperado que o impacto da oportunidade ou do risco fosse desfavorável para a empresa.

Exemplos:

“Changes in the regulatory environment may impair our sales volume, revenues e earnings performance in specific markets or economic regions” (E17) – BMW 2011

“Due to uncertainties in the European Union, the total number of cars sold in the region is forecasted to drop by 4% to 12,5 million units” (E2) – BMW 2011

“The cost of using derivative instruments to hedge share-based payment plans may exceed the benefits of hedging them” (F17) – SAP 2011

“These increased competition could result in increased price pressure, cost increases, e losses of market share e therefor have a significant negative impact on our business, financial position, profit e cash flows” (E5) –SAP 2011

“There can be no assurance that the prescribed measures will be successful or that uncertainty in global economic conditions will not have significant negative impact on our business, financial position, e profit” (F5) – SAP 2011

Divulgações com impacto neutro

Foram consideradas as frases em que o utilizador não era informado do impacto esperado da oportunidade ou do risco.

Exemplos:

“Changes on the world’s international commodities markets can also have an impact on the BMW Group’s business” (E18) – BMW 2011

“Implementation of SAP software often involves a significant commitment of resources by our customers e is subject to a number of significant risks over which we often have no control” (O18) – SAP 2011

“Because we conduct operations throughout the world, our business, financial position, profit, e cash flows may be affected by currency e interest rate fluctuations” (F18) – SAP 2011

Orientação temporal

Pretende-se determinar se uma divulgação se refere a um acontecimento, e/ou respetivas consequências, que já ocorreu no passado ou que se está a verificar atualmente, ou a um acontecimento, e/ou respetivas consequências, que irão apenas ocorrer no futuro, ou ainda a uma circunstância sem orientação temporal. Para evitar ambiguidades na codificação, as divulgações só foram consideradas com orientação temporal (passado e presente ou futuro) quando, inequivocamente referiam que o acontecimento tinha ocorrido no passado e se previa vir a ocorrer no futuro. Todas as divulgações gerais onde não foi, objetivamente, identificável o momento da ocorrência, foram classificadas sem orientação temporal.

Divulgações sobre factos passados ou presentes

Foram consideradas as frases que, inequivocamente, se referiam a ações ocorridas no passado ou estivessem a ocorrer (presente).

Exemplos:

“Accordingly the relative rise in the value of the euro against foreign currencies such as the US dollar e the Japanese yen in 2007 had an adverse impact on our financial results” (F11) – SAP 2007

“As a result, our main IT system enjoyed an average availability of 99,83 % in 2007” (O7) – SAP 2007

Divulgações sobre o futuro

Foram consideradas as frases que, explicitamente, informam de uma ação ou impacto futuros.

Exemplos:

“Therefore, we believe it is unlikely that planed innovations or new business models will significantly impair our planed results” (O5) – SAP 2007

“We think it is likely that SAP will increasingly be subject to such claims” (O5) – SAP 2007

“However, at the end of 2007 the OCDE did not see any reason to assume the US economy would go into recession in 2008” (E5) – SAP 2007

Divulgações sem orientação temporal

Foram consideradas as frases que não se referem nem a factos passados presentes ou futuros, que informem sobre circunstâncias, atitudes ou políticas gerais que, portanto, possam acontecer tanto no passado como no futuro, ou que informem de efeitos sujeitos à verificação de determinadas circunstâncias sobre as quais não se refere explicitamente possibilidade de ocorrência.

Normalmente esta é uma forma de narrativa muito frequente nas divulgações, a que as empresas recorrem para enumerar circunstâncias gerais, aplicáveis em qualquer situação, que podem determinar riscos e, sobretudo, incertezas, muito embora não acrescentem grande informação sobre a realidade objetiva da empresa:

Exemplos:

“A downgrade of CRH’s credit ratings may give rise to increases in funding costs in respect in respect of future debt e may impair the Group’s ability to raise funds on acceptable terms” F17 – CRH 2011

“A decision by these partners to cease cooperating with us when these arrangements or partnerships expire or come up for renewal could adversely affect the marketing of e deme for our software products” (O17) - SAP 2007

“Great importance is attached in BMW group to the protection of data, business secrets e innovative development against unauthorised access, damage e misuse” (IT 18) – BMW 2011

“The principal market risks to which the BMW Group is exposed are currency risk e interest rate risk” (F18) – BMW 2011

“Declining customer satisfaction may lead to their decisions not to renew their maintenance arrangements, not to license additional products, or not to contract for additional services, or to reduce the scope of their maintenance arrangements.” (O17) – SAP 2007

“A catastrophic event affecting the northern part of Baden-Württemberg could have a highly material impact in our operations” (E17) - SAP 2007

“Our competitive position could sustain serious damage if, for example, confidential information about the future direction of our product development became public knowledge” (IT17) – SAP 2007

Localização

A inclusão da localização como uma variável do instrumento de codificação não é consensual. Inicialmente defendida por Guthrie (1983), nos trabalhos sobre Responsabilidade Social Corporativa, apresenta como vantagens o facto de uma determinada localização ser mais provável de ser lida, a possibilidade de discriminar a importância atribuída a um tema específico e a sua integração com os temas dominantes das empresas. Contudo, apresenta como inconvenientes o facto de não ser possível eleger um critério claro para privilegiar um local em prejuízo de outro quando o tema é abordado em vários e “o perigo de a imposição de uma determinada localização poder conduzir à limitação na riqueza dos dados” (Gray, Kouhy et al. 1995b, pag 83).

Os Relatórios Anuais das empresas, em especial os de empresas de relevância europeia como é o caso das incluídas no índice em análise, são de grande extensão em número de páginas e contemplam uma diversidade grande de capítulos. Pese embora a discussão que continua a decorrer sobre os modelos de reporte mais adequados a que fizemos referência anteriormente neste trabalho, toda a informação que integra o Relatório Anual, de forma obrigatória ou voluntária, tem como objetivo último esclarecer os utilizadores da informação sobre diferentes aspetos da atividade e, nessa medida, pode conter informação sobre riscos, incertezas e oportunidades. Porém, existem capítulos onde a divulgação é explicitamente requerida, de diferentes formas, onde os utilizadores têm a expectativa de encontrar informação objetiva sobre os riscos, incertezas e oportunidades das empresas, logo a sua análise permite, também, avaliar se estas componentes do Relatório Anual correspondem à expectativa que, legitimamente, sobre eles é criada.

Alguns trabalhos no domínio da divulgação dos riscos empresariais optaram por análise de conteúdo parcial analisando apenas algumas componentes do relatório onde a divulgação do tema é mais provável, mas não consideraram o local como uma dimensão do instrumento de codificação (Abraham e Cox 2007) enquanto outros optaram pela sua inclusão (Dobler, Lajili et al. 2011).

Quadro 24 - Locais do relatório anual

Locais
No Capítulo de Fatores de Risco Relatório de Gestão (FR)
No capítulo de Perspetivas do Relatório de Gestão (O)
No Relatório de Governo Corporativo (GC)
Nas notas às Demonstrações Financeiras (N)

Fonte: construção própria

O instrumento de codificação por nós adotado, a exemplo de outros trabalhos sobre investigação de riscos empresariais que consideram a localização (Dobler, Lajili et al. 2011), contempla a análise de diferentes locais dos Relatórios Anuais onde a informação sobre riscos, incertezas e oportunidades são divulgados de forma mais objetiva, nomeadamente o capítulo de “Fatores de Risco” do Relatório de Gestão (*Management Report, Management Discussion e Analysis*,) ou equivalente, onde é requerida a divulgação dos principais riscos e incertezas, o capítulo “Outlook” do Relatório de Gestão (*Management Report, Management Discussion e Analysis*,) ou equivalente, onde as empresas projetam as suas expectativas para o futuro mais próximo, o Relatório de Governo Corporativo, onde, nos termos dos respetivos códigos, as empresas devem, no mínimo, fazer referência à adequabilidade dos sistemas de controlo interno e de gestão do risco, e as notas às Demonstrações Financeiras (Anexo), onde consta uma nota sobre risco de mercado e produtos derivados e outra sobre litigância.

7.2.3 Modelo da grelha de análise

A combinação das diferentes categorias das dimensões de “tipo de divulgação” e “características semânticas” adotadas resultou na grelha de análise, constante do Quadro 25, seguida na codificação das frases identificadas como contendo conteúdo de risco, incerteza ou oportunidade, constantes dos diferentes locais do Relatório Anual analisados.

As designações que constituem a referida grelha estão organizadas da seguinte forma:

Primeiro elemento - tipo de divulgação

RF – de fatores de risco

RM – de estratégias de mitigação dos riscos

CF – de estratégias de conformidade dos sistemas de controlo interno e gestão do risco

Segundo elemento – quantificação

QT – quantificadas

NQT – não quantificadas

Terceiro elemento – Impacto

POS – positivo

NG – negativo

NT – neutro

Quarto elemento – Orientação temporal

FT – relativas ao futuro

PAS – relativas ao passado e presente

SOT – sem orientação temporal

Saliente-se que, nos termos das regras de decisão elaboradas, as divulgações relativas a fatores de risco podem diferir por tipologias de risco e por características semânticas o que não se verifica nos dois últimos tipos de divulgação, tendo sido estas por nós classificadas, a exemplo de Linsley e Shrives (2006), como “sem impacto” e “sem horizonte temporal”, sendo que as divulgações de mitigação de risco foram classificadas de acordo com o tipo de risco a que a mitigação se referia e as divulgações de conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão de risco foram classificadas em “riscos financeiros” ou “riscos de integridade”, consoante se referissem a riscos financeiros ou não financeiros, respetivamente.

Quadro 25 - Grelha de codificação utilizada na análise de conteúdo

Nº	Acrónimo	Combinação tipos de divulgação e de características semânticas
1	RF_QT_POS_FT	Fatores de risco, quantificado, positivo e futuro
2	RF_QT_NG_FT	Fatores de risco, quantificado, negativo e futuro
3	RF_QT_NT_FT	Fatores de risco, quantificado, neutro e futuro
4	RF_NQT_POS_FT	Fatores de risco, não quantificado, positivo e futuro
5	RF_NQT_NG_FT	Fatores de risco, não quantificado, negativo e futuro
6	RF_NQT_NT_FT	Fatores de risco, não quantificado, neutro e futuro
7	RF_QT_POS_PAS	Fatores de risco, quantificado, positivo e passado
8	RF_QT_NG_PAS	Fatores de risco, quantificado, negativo e passado
9	RF_QT_NT_PAS	Fatores de risco, quantificado, neutro e passado
10	RF_NQT_POS_PAS	Fatores de risco, não quantificado, positivo e passado
11	RF_NQT_NG_PAS	Fatores de risco, não quantificado, negativo e passado
12	RF_NQT_NT_PAS	Fatores de risco, não quantificado, neutro e passado
13	RF_QT_POS_SOT	Fatores de risco, quantificado, positivo e sem orientação temporal
14	RF_QT_NG_SOT	Fatores de risco, quantificado, negativo e sem orientação temporal
15	RF_QT_NT_SOT	Fatores de risco, quantificado, neutro e sem orientação temporal
16	RF_NQT_POS_SOT	Fatores de risco, não quantificado, positivo e sem orientação temporal
17	RF_NQT_NG_SOT	Fatores de risco, não quantificado, negativo e sem orientação temporal
18	RF_NQT_NT_SOT	Fatores de risco, não quantificado, neutro e sem orientação temporal
19	RM_NQT_NT_SOT	Gestão de risco, não quantificado, neutro e sem orientação temporal
20	CF_NQT_NT_SOT	Conformidade, não quantificado, neutro e sem orientação temporal

7.2.4 Conteúdo Informativo

Tal como anteriormente referimos, quando abordámos as questões metodológicas relativas à importância da construção do instrumento de codificação na análise de conteúdo, existe controvérsia entre quantidade *versus* qualidade da divulgação (Gray, Kouhy et al. 1995b; Hackston e Milne 1996; Beretta e Bozzolan 2004; Botosan 2004) e identificamos diferentes formas de diferenciar o conteúdo informativo das divulgações, nomeadamente pela inclusão no instrumento de codificação de dimensões relativas às características semânticas da informação divulgada (Gray, Kouhy et al. 1995b; Beattie, McInnes et al. 2004).

Contudo, nos trabalhos sobre divulgação de riscos e incertezas empresariais em que foi utilizada análise de conteúdo manual e, tanto quanto é do nosso conhecimento, nos trabalhos sobre

divulgação de outros temas, pouco aproveitamento é feito das possíveis combinações das diferentes características semânticas.

Em geral, na caracterização das divulgações efetuadas, são apresentados resultados segundo o tipo de característica semântica, designadamente o número de divulgações quantificadas e de não quantificadas, o número de divulgações com impacto positivo e com impacto negativo ou o número de divulgações sobre o passado e sobre o futuro (Mohobbot 2005; Linsley e Shrives 2006; Abraham e Cox 2007; Rajab e Handley-Schachler 2009; Dobler, Lajili et al. 2011; Oliveira, Rodrigues et al. 2011a), mas, em nenhum caso, foram exploradas as combinações destas diferentes características.

Ora, no que respeita à divulgação dos riscos, incertezas e oportunidades empresariais, essa exploração faria sentido e permitiria tirar conclusões adicionais sobre a forma como as divulgações são efetuadas pelas empresas, uma vez que o conteúdo informativo das três características semânticas consideradas na análise é maior quando as divulgações são efetuadas de forma quantificada, quando dão a conhecer um impacto (positivo ou negativo) e quando referem um horizonte temporal (passado e presente ou futuro). Contrariamente, as divulgações não quantificadas, de impacto neutro e sem referência a um horizonte temporal têm menor conteúdo informativo.

Uma vez que a literatura (Hodgkinson, Anderson et al. 1997; Linsley e Shrives 2000; Dobler 2008; ICAEW 2011) é unânime em atribuir maior conteúdo informativo a divulgações quantificadas e relativas ao futuro e atribui fraco valor informativo a divulgações efetuadas de forma genérica, construímos um “*ranking*” de quatro agrupamentos de divulgações, a partir da grelha de análise apresentada no Quadro 25, a que podem corresponder conteúdos informativos diferenciados. Num primeiro grupo, o de “elevado” conteúdo informativo, consideramos as combinações onde estão presentes todos os fatores de mais conteúdo, designadamente as efetuadas de forma quantificada, com impacto (positivo ou negativo) e com orientação temporal (passado ou futuro). Num segundo grupo, de “bom” conteúdo informativo, foram incluídas todas as combinações em que estão presentes dois dos atributos de maior conteúdo informativo (quantificadas e com impacto não neutro; quantificadas e com horizonte temporal; com impacto não neutro e com horizonte temporal). Num terceiro grupo, de “moderado” conteúdo informativo, incluímos as tipologias de divulgação onde estão presentes dois atributos de menor conteúdo

informativo (não quantificadas e com impacto neutro; não quantificadas e sem horizonte temporal; com impacto neutro e sem horizonte temporal). No quarto grupo, o de “reduzido” conteúdo informativo, incluímos as divulgações com todos os atributos de menor conteúdo informativo (sem quantificação, sem impacto (neutras) e sem orientação temporal).

Quadro 26 - Grupos de divulgações de diferentes conteúdos informativos

Nível	Conteúdo informativo	Tipologias de divulgação	
1	Elevado	1	RF_QT_POS_FT
		2	RF_QT_NG_FT
		7	RF_QT_POS_PAS
		8	RF_QT_NG_PAS
2	Bom	4	RF_NQT_POS_FT
		5	RF_NQT_NG_FT
		10	RF_NQT_POS_PAS
		11	RF_NQT_NG_PAS
		3	RF_QT_NT_FT
		9	RF_QT_NT_PAS
		13	RF_QT_POS_SOT
3	Moderado	14	RF_QT_NG_SOT
		6	RF_NQT_NT_FT
		12	RF_NQT_NT_PAS
		16	RF_NQT_POS_SOT
		17	RF_NQT_NG_SOT
4	Reduzido	15	RF_QT_NT_SOT
		18	RF_NQT_NT_SOT
		19	RM_NQT_NT_SOT
		20	CF_NQT_NT_SOT

A constituição dos referidos grupos, evidenciada no Quadro 26, sem pretender ser um indicador de qualidade da divulgação, é uma tentativa de explorar a informação proporcionada pelas diferentes características semânticas combinadas, de modo a autonomizar conteúdos informativos diferentes e permite uma avaliação complementar à caracterização da forma como as empresas da amostra divulgaram os riscos.

7.3 Codificação e fiabilidade

A codificação dos relatórios foi efetuada por dois codificadores, ambos com experiência prévia de codificação no tema, um dos quais é o autor do trabalho e o outro, um estudante mestrado.

Dada a subjetividade implícita à análise de conteúdo é imprescindível garantir níveis adequados de fiabilidade dos dados para que as conclusões sejam válidas (Hackston e Milne 1996; Krippendorff 2004). Nesse sentido, após elaboração de um conjunto de regras de decisão, foi codificado, por cada um dos codificadores, um grupo piloto de dois relatórios que serviu para rever e refinar as regras de decisão que constam do Anexo 2

Seguidamente foram efetuados testes de fiabilidade entre codificadores (*inter coder reliability test*) mediante codificação independente, por cada um dos codificadores, de um outro grupo piloto de quatro relatórios para cujos resultados foi calculado o Scott's π , tendo-se obtido um resultados de 0,89. Níveis de fiabilidade superiores a 0,75 ou 0,8 são considerados aceitáveis (Hackston e Milne 1996; Beattie, McInnes et al. 2004), pelo que se procedeu, seguidamente, à codificação da totalidade dos relatórios, tendo cada um codificado cerca de metade da amostra. Os relatórios que serviram de “piloto” no refinamento das regras de decisão e nos testes de fiabilidade foram reintroduzidos na amostra final de modo a não reduzir significativamente a sua dimensão (Linsley e Shrives 2006; Abraham e Cox 2007). Após codificação dos relatórios foram construídos dois índices de divulgações relacionadas com os riscos (DRRT) que expressam o total de frases com conteúdo de risco identificadas na análise de conteúdo em cada ano.

$$DRRT07 = \sum_{i=1}^n fr07i$$

Em que:

DRRT07 = Número total de divulgações relacionadas com o risco no ano de 2007;

i = número de empresas da amostra anual;

$fr07i$ = número de frases com conteúdo de risco na empresa i , no ano de 2007.

$$DRRT11 = \sum_{i=1}^n fr11i$$

Em que:

DRRT11 = Número total de divulgações relacionadas com o risco no ano de 2011;

i = número de empresas da amostra anual;

$fr11i$ = número de frases com conteúdo de risco na empresa i no ano de 2011.

Foram, da mesma forma, construídos vários índices de divulgação parcelares, em cada ano, necessários a testar as hipóteses formuladas.

7.4 Variáveis independentes e modelo de regressão

Para validar as hipóteses relativas ao terceiro objetivo foi necessário definir e quantificar as métricas escolhidas para representar as dimensões em análise que funcionaram como variáveis independentes para um modelo de regressão linear múltipla.

Para avaliar a dimensão das empresas têm sido utilizadas medidas diferentes como o volume de vendas, o total dos ativos, o número de empregados, a capitalização de mercado, o número de acionistas (Ahmed e Courtis 1999) embora Hackston e Milne (1996) assinalem não haver, na literatura, referência a uma razão para escolher uma medida em prejuízo de outra. Nos trabalhos revistos sobre divulgação de riscos, e conforme se pode observar no Quadro 19, têm sido adotadas, predominantemente, o volume de vendas e o total dos ativos (em apenas dois casos foi utilizada a capitalização de mercado). A dimensão das empresas é medida, no presente trabalho pelo total dos ativos (*TA*).

A rentabilidade tem sido avaliada, em estudos anteriores, por indicadores como a rentabilidade dos capitais próprios e a rentabilidade do ativo (Mohobbot 2005; Tirado e Cabedo 2009) ou o lucro (Lajili e Zéghal 2005; Neri 2010).

Por ser um dos indicadores de aferição do desempenho empresarial mais divulgados, usa-se neste trabalho a rentabilidade do capital investido (*ROIC*), calculada como $(\text{Lucro Líquido} + ((\text{Despesas de Juros sobre a Dívida} - \text{Juros capitalizados}) \times (1 - \text{Taxa Imposto})) / \text{Média do ano passado e atual ano} (\text{Capital Total} + \text{Dívida de Curto Prazo} + \text{Parcela Atual de Dívida de Longo Prazo}) \times 100)$.

Para medir o nível de risco têm sido, também, utilizadas um conjunto diversificado de indicadores, consoante os objetivos dos estudos, sendo os mais comuns o rácio de endividamento, o fator Beta e o *Book-to-Market Value of Equity* e o grau de alavanca operacional, como se observa no Quadro 18. Contudo, a exemplo do que se passa com a dimensão das empresas, não há um racional claro para preferir um em concreto (Linsley e Shrives 2006). No presente trabalho representa-se o risco das empresas pelo rácio de endividamento (*ENDIV*), calculado pelo quociente entre o endividamento total e o valor do ativo.

Dado que a nossa amostra engloba empresas alemãs, belgas, espanholas, finlandesas, francesas, holandesas, italianas e luxemburguesas, procedemos à constituição de três grupos, de acordo com a influência geográfica, designadamente os francófonos (Bélgica, França e Luxemburgo), os germânicos (Alemanha e Holanda) os Latinos (Espanha e Itália) restando uma empresa finlandesa que foi incluída no grupo dos países germânicos para não formar um grupo com apenas um país.

Relativamente ao setor de atividade, uma vez que as empresas da amostra, quando classificadas ao nível do “super-setor”, estavam distribuídas por um número grande de diferentes classificações, procedeu-se à sua reclassificação, a um nível mais alto, por “indústria” de acordo com a classificação ICB (*Industry Classification Benchmark*) (ICB 2011), resultando num agrupamento em 9 indústrias diferentes, designadamente “recursos básicos”, “bens de consumo”, “serviços de consumo”, “saúde”, “indústria”, “petróleo e gás”, “tecnologia”, “telecomunicações” e “utilidades”. Seguidamente, e porque a literatura evidencia haver padrões diferentes de divulgação nas empresas industriais e não industriais (Raffournier 1995; Rajab e Handley-Schachler 2009) procedeu-se a uma classificação apenas em dois grandes grupos distinguindo as empresas industriais das não industriais, representadas por uma variável *dummy* em que “0” significa empresa de setores não industriais e “1” significa empresas de setores industriais.

A cotação simultânea nos EUA é representada por uma variável *dummy* em que “0” significa não estar cotada simultaneamente nos EUA e “1” significa estar cotada simultaneamente nos EUA.

8 RESULTADOS

Os dados foram tratados por recurso a estatística descritiva e estatística inferencial.

No primeiro caso, a análise exploratória dos dados visa identificar padrões de maior relevo e estabilidade, tendo sido utilizada análise de frequências para variáveis nominais e o cálculo de medidas de tendência central e de dispersão para as variáveis quantitativas.

No segundo caso, a validação das hipóteses foi feita pela aplicação dos testes de comparação de médias mais adequados a cada conjunto de variáveis e análise de correlação multivariada.

Na comparação de médias utilizaram-se testes paramétricos, quando verificados os pressupostos da normalidade para variáveis contínuas e testes não paramétricos quando violados os pressupostos da normalidade.

Dada a dimensão da amostra, a extensão do teorema do limite central permite presumir a normalidade das variáveis, uma vez que, à medida que a dimensão da amostra aumenta, a distribuição da média amostral tende para uma distribuição normal, independentemente da distribuição da variável em causa, considerando-se que em amostras de dimensão superior a 30 a distribuição da média amostral é satisfatoriamente aproximada à normal (Maroco 2007).

Sempre que se estava em presença de medições diferentes efetuadas às mesmas empresas utilizaram-se os testes para medidas repetidas, designadamente o T-Test para amostras emparelhadas, no caso de comparação de duas médias, e o ANOVA para medidas repetidas a um fator (*General Linear Model - GLM*), no caso de mais de duas médias.

Nestes casos, e com base na extensão do teorema do limite central, foram utilizados os testes paramétricos. Contudo, para assegurar robustez aos resultados, foram calculados os testes equivalentes não paramétricos de Wilcoxon Matched-Pair Signed-Rank e o Friedman's 2-Way ANOVA by Ranks, respetivamente, para duas ou mais de duas amostras relacionadas que, embora não se apresentem, conduziram sempre às conclusões fornecidas pelos testes paramétricos.

No caso específico da ANOVA para medidas repetidas, um pressuposto da aplicação do teste é a verificação da esfericidade (homogeneidade das variâncias das diferenças entre medições) que se efetua pela aplicação do teste de Mauchly's W, sendo que um grau de significância do teste superior a 0.05 ($p\text{ value} > 0,05$) significa a verificação da esfericidade e inferior ($p\text{ value} < 0,05$) significa a

violação do pressuposto da esfericidade. Em todos os casos de aplicação do teste foram testados estes pressupostos. Quando o pressuposto da esfericidade é violado, para que as comparações das médias (teste F) sejam válidas, é recomendada a correção baseada em estimativas da esfericidade por meio de fatores de correção dos graus de liberdade, sendo aconselhável a correção de Greenhouse-Geisser, quando a estimativa da esfericidade é inferior a 0,75, e a de Huynh-Feldt, quando a estimativa da esfericidade é superior a 0,75 (Field 2000). Estas correções aos graus de liberdade podem produzir alterações nos níveis de significância do teste F e, portanto, podem levar a conclusões diferentes das que se aceitariam com a verificação do pressuposto da esfericidade.

Um teste F com significância estatística leva à conclusão de que existem diferenças significativas entre as médias das diferentes medições mas não fornece indicações sobre quais as medições que apresentam médias diferentes. Essa conclusão pode ser obtida por recurso os testes *Post Hoc*, sendo preferível o teste de Bonferroni em situações de violação do pressuposto da esfericidade e o teste de Turkey em situações de não violação do pressuposto (Field 2000).

Nas comparações de médias de amostras independentes e sempre que as estas tinham um número de casos inferior a 30, foram previamente testados os pressupostos da normalidade pelos testes de Kolmogorov-Smirnov, com a correção de significância de Lilliefors, e de Shapiro-Wilk, utilizando-se os testes paramétricos, designadamente o T *teste* e o ANOVA a um fator (*one way ANOVA*) sempre que o pressuposto da normalidade não foi violado e os testes não paramétricos de Mann Witney's U-*test* e Kruskall Wallis *teste*, respetivamente, para duas ou mais de duas amostras independentes, em caso contrário.

A exemplo do que acontece no caso do teste ANOVA de medidas repetidas, também no caso do teste ANOVA a um fator para amostras independentes, um valor do teste F significativo significa a existência de diferenças entre as médias comparadas mas torna-se necessário recorrer aos testes *Post Hoc* para identificar quais as médias que diferem entre si, sendo aconselhável o teste de Bonferroni para amostras de menor dimensão e o teste de Turkey para amostras de maior dimensão (Field 2000).

Na análise correlacional multivariada foi usada a regressão linear múltipla (*Ordinal Least Squares*) para procurar fatores explicativos do número de divulgações. O teste F dá indicação sobre a significância global do modelo. O coeficiente R^2 Ajustado indica a proporção da

variância total da variável dependente que é explicada pela presença das variáveis explicativas. Cada coeficiente β representa a variação média do número de divulgações por cada variação unitária da respetiva variável explicativa, quando todas as outras variáveis explicativas se mantêm constantes.

No modelo de regressão linear, com as variáveis explicativas antes definidas, foi aplicado para a variável dependente índice de divulgações relacionadas com o risco totais do ano de 2011 (*DRRT11*), por ser o ano mais recente de que se recolheu informação, ficando assim definido:

$$DRRT11_i = \beta_0 + \beta_1 TA_i + \beta_2 ROIC_i + \beta_3 ENDIV_i + \beta_5 IND_i + \beta_6 EUA_i + \beta_7 GERM_i + \beta_8 FRANC_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

O mesmo modelo explicativo foi, complementarmente, aplicado aos índices parciais de divulgações relativos ao total de divulgações de riscos financeiros (*DRFINT11*), ao total de divulgações de riscos não financeiros (*DRNFINT11*), ao total de divulgações de risco (de fatores de risco + de gestão de risco) (*DRT11*) e ao total de divulgações de conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão do risco (*DCFT11*).

A aplicação do modelo de regressão linear múltipla obriga à verificação prévia de cinco pressupostos (Reis 2001), designadamente:

- A inexistência de multicolinearidade entre as variáveis independentes;
- Os erros devem ser variáveis aleatórias de média aproximadamente zero;
- A variância das variáveis aleatórias residuais deverá ser constante (homocedasticidade);
- As variáveis aleatórias residuais deverão ter distribuição normal;
- As variáveis aleatórias residuais deverão ser independentes.

Estes pressupostos foram verificados para todos os modelos explicativos e os respetivos testes figuram nos Anexo 3, Anexo 4, Anexo 5, Anexo 6 e Anexo 7.

8.1 Caracterização da amostra

As empresas objeto de estudo são todas pertencentes a um índice de *blue chips* embora apresentem dispersões relevantes na maior parte das variáveis escolhidas para a sua caracterização, conforme se pode observar no Quadro 27.

Relativamente à variável representativa da dimensão das empresas, o total do ativo temapresenta, no ano de 2011, uma média mais elevada do que em 2007 mas, em qualquer dos anos, é evidente uma expressiva amplitude amostral, o que também se observa na amplitude interquartis, com um desvio padrão, igualmente, bastante alto, com médias maiores em 2011 e as mesmas tendências relativamente à dispersão.

Quadro 27 - Caracterização da amostra nas variáveis de dimensão, de rendibilidade e de risco

	ANO	Média	DP	Min	Perc 25	Mediana	Perc 75	Max
Total do Activo (10 ³ euros)	2007	59.839	40.234	3.476	28.036	46.568	90.417	142.248
	2011	79.837	58.241	6.056	34.357	60.626	118.093	247.293
ROIC	2007	14,51	8,86	2,00	10,00	12,00	17,00	47,00
	2011	9,57	8,17	-6,00	6,00	8,00	12,00	39,00
Rácio de Endividamento	2007	24,89	13,88	0,29	15,77	22,60	34,28	52,64
	2011	26,21	12,24	0,07	18,70	23,69	35,37	54,73

(Variável da dimensão: Total do ativo; Variável de rendibilidade: ROIC; Variável de risco: Rácio de endividamento)

A métrica adotada para a rendibilidade, a rendibilidade dos Investimentos (ROIC), evidencia uma média mais baixa em 2011 relativamente à de 2007. Os dados sugerem diferenças entre as empresas, mais acentuadas em 2011, onde o desvio padrão apresenta um valor próximo da média.

No indicador escolhido para representar o nível de risco das empresas, o rácio de endividamento regista, em 2011, uma média ligeiramente maior do que a verificada em 2007, com indícios de alguma dispersão, embora não muito acentuada.

Como se observa no QUADRO 28, cerca de 46% das empresas da amostra são de países de origem francófona, cerca de 35% de origem germânica e cerca de 16%, de origem latina, de acordo com o agrupamento a que se procedeu no presente trabalho. Apenas uma empresa finlandesa (Nokia) não pertencia a um destes grupos. As empresas pertencem a nove setores de atividade diferentes, com maior representatividade nos bens de consumo (*consumer goods*), na indústria (*industrials*), utilidades (*utilities*) e materiais básicos (*basic materials*), sendo que, tanto em 2007 como em

2011, cerca de 62 % não estava cotada nos EUA, embora as empresas cotadas nos EUA nos dois anos não sejam as mesmas.

Quadro 28 - Caracterização das empresas da amostra

		Total	%
Países	Francofonos	17	45,9
	Germânicos	14	35,1
	Latinos	6	16,2
	Total	37	100,0
Sectores de Atividade	Basic Materials	4	10,8
	Consumer Goods	8	21,6
	Consumer Services	3	8,1
	Healthcare	2	5,4
	Industrials	6	16,2
	Oil & Gas	3	8,1
	Technology	3	8,1
	Telecommunications	3	8,1
	Utilities	5	13,5
	Total	37	100,0
Cotada nos EUA 2007	Não	23	62,2
	Sim	14	37,8
	Total	37	100,0
Cotada nos EUA 2011	Não	23	62,2
	Sim	14	37,8
	Total	37	100,0

8.1.1 Caracterização das divulgações totais e por tipologia de risco

O número total de divulgações relacionadas com os riscos, identificadas na análise de conteúdo, foi de 8.885, em 2007, com um valor médio, por empresa, de 240 divulgações, enquanto, em 2011, o total foi de 12.390 com um valor médio de 335 divulgações, indiciando um aumento da frequência das divulgações no período em análise.

A amplitude amostral é muito elevada nos dois anos e a amplitude interquartis, que permite expurgar valores mais atípicos, também se revela elevada com 75% das divulgações, em 2007, a situar-se acima das 146 (213 em 2011) e 75% abaixo das 223 (436 em 2011).

Os riscos financeiros apresentam, nos dois anos, a maior média de divulgações quando comparados com as restantes tipologias de risco, seguindo-se as de riscos operacionais, as de riscos estratégicos e as de riscos de integridade, conforme dados do Quadro 29.

Quadro 29 - Caracterização das divulgações de tipologias de risco

Ano	Divulgações	Total	Média	DP	Min	Perc 25	Mediana	Perc 75	Max
2007	Total	8.885	240	117	71	146	243	315	515
	De riscos financeiros	3.716	100	58	25	70	90	111	304
	De riscos não financeiros	5.169	140	82	0	60	140	206	312
	De riscos operacionais	2.216	60	44	0	23	52	94	182
	de riscos de capacitação	16	0	2	0	0	0	0	9
	De riscos de TI	114	3	4	0	0	3	5	13
	De riscos de integridade	1.004	27	21	0	14	21	40	78
	De riscos estratégicos	1.819	49	41	0	17	46	78	182
2011	Total	12.390	335	164	68	213	313	436	743
	De riscos financeiros	4.564	123	51	33	89	117	159	222
	De riscos não financeiros	7.826	212	127	35	124	195	267	569
	De riscos operacionais	3.244	88	76	20	40	56	119	408
	de riscos de capacitação	14	0	1	0	0	0	0	7
	De riscos de TI	252	7	10	0	1	4	8	54
	De riscos de integridade	1.977	53	42	2	24	51	75	226
	De riscos estratégicos	2.339	63	47	0	22	56	97	193

Os riscos não financeiros, na sua globalidade, apresentam, nos dois anos, médias de divulgação com valores superiores às dos riscos financeiros se bem que, em 2011, o valor médio das divulgações de riscos não financeiros apresente uma maior distância relativamente às divulgações de riscos financeiros, quando comparadas com 2007.

A dispersão nos riscos não financeiros é superior à verificada nos riscos financeiros como se pode verificar pelo desvio padrão e pelas amplitudes amostrais e interquartis nos dois anos.

8.1.2 Caracterização das divulgações por tipo de divulgação

Os três tipos de divulgações apresentam valores médios superiores em 2011, comparados com os de 2007, embora a dispersão de cada um dos tipos tenha sido diferente em cada ano.

Quadro 30 - Caracterização das divulgações totais e por tipos

Ano	Divulgações	Total	Média	DP	Min	Perc 25	Mediana	Perc 75	Max
2007	Total	8.885	240	117	71	146	243	315	515
	Div de Factores de Risco	5.704	154	82	28	82	141	223	286
	Div de Gestão de Risco	1.725	47	35	9	25	39	62	203
	Div de Risco (Fact+Gest)	7.429	201	103	62	112	196	272	484
	Div de Conformidade	1.456	39	26	0	21	33	51	107
2011	Total	12.390	335	164	68	213	313	436	743
	Div de Factores de Risco	8.061	218	130	38	122	194	302	687
	Div de Gestão de Risco	2.008	54	30	16	28	49	74	129
	Div de Risco (Fact+Gest)	10.069	272	142	67	167	249	338	716
	Div de Conformidade	2.321	63	50	1	29	55	82	285

Em 2007 as divulgações relativas a fatores de risco registaram a maior média seguidas das divulgações relativas à gestão de risco, com as relativas à conformidade dos sistemas a evidenciar a menor média de divulgação. No entanto, em 2011, esta relação alterou-se pois as relativas a fatores de risco continuaram a mostrar a maior média, sendo agora seguidas das relativas à conformidade dos sistemas, e sendo as divulgações relativas às estratégias de mitigação as que apresentam um valor médio mais baixo.

8.1.3 Caracterização das divulgações por características semânticas

As divulgações efetuadas de forma não quantificada apresentam, nos dois anos, uma média superior às efetuadas de forma quantificada, com desvios padrão e amplitudes elevadas.

As divulgações efetuadas de forma neutra, sem impacto, apresentam, nos dois anos, valores médios superiores às divulgações que apresentavam tanto impacto positivo como negativo, dando indícios de terem sido as mais divulgadas. A dispersão, embora também seja elevada nos dois casos, é maior nas divulgações efetuadas com impacto. Das divulgações efetuadas com impacto, as de impacto negativo apresentam um valor médio superior às de impacto positivo com dispersões muito elevadas, como se observa pelos valores dos desvios padrão e pelas amplitudes amostrais e interquartis.

As divulgações efetuadas sem indicação de orientação temporal apresentam, nos dois anos, valores médios superiores aos apresentados pelas divulgações com orientação temporal, sendo a

dispersão inferior. Relativamente às divulgações efetuadas com orientação temporal, as relativas a acontecimentos futuros apresentam, nos dois anos, valores médios inferiores às relativas a factos passados e verificando-se dispersões elevadas com o valor do desvio padrão a ser superior à média e amplitudes grandes.

Quadro 31 - Caracterização das divulgações por características semânticas

Ano	Divulgações	Total	Média	DP	Min	Perc 25	Mediana	Perc 75	Max
2007	Total	8.885	240	117	71	146	243	315	515
	Quantificadas	1.204	33	15	3	22	31	42	69
	Não quantificadas	7.681	208	114	34	116	215	278	496
	Positivas	1.775	48	37	2	22	37	67	130
	Negativas	2.115	57	45	7	26	41	75	205
	Com impacto (pos+neg)	3.890	105	64	16	48	102	134	242
	Neutras	4.995	135	77	33	78	117	178	316
	Sobre o futuro	1.584	43	47	0	8	27	60	184
	Sobre o passado	2.683	73	39	6	47	61	89	179
	Com orient temporal (fut+pas)	4.267	115	67	7	57	112	156	255
	Sem orientação temporal	4.618	125	63	14	86	129	155	278
	Total	12.390	335	164	68	213	313	436	743
2011	Quantificadas	1.505	41	24	3	22	37	56	111
	Não quantificadas	10.885	294	151	47	189	263	408	673
	Positivas	2.128	58	49	8	27	44	63	246
	Negativas	3.402	92	85	13	40	77	101	454
	Com impacto (pos+neg)	5.530	149	109	21	73	121	180	533
	Neutras	6.860	185	106	38	121	163	227	557
	Sobre o futuro	1.868	50	58	1	15	29	66	231
	Sobre o passado	3.750	101	76	11	53	90	111	413
	Com orient temporal (fut+pas)	5.618	152	103	12	80	116	208	461
	Sem orientação temporal	6.772	183	83	42	143	173	218	466
	Total	12.390	335	164	68	213	313	436	743
	Quantificadas	1.505	41	24	3	22	37	56	111
	Não quantificadas	10.885	294	151	47	189	263	408	673

8.1.4 Caracterização das divulgações por conteúdos informativos

Os dados do Quadro 32 permitem-nos constatar que, dos diferentes níveis de conteúdo informativo, construídos a partir das combinações das características semânticas, o referente a “conteúdo reduzido” evidenciou, nos dois anos, o valor médio de divulgações mais elevado (106 em 2007 e 145 em 2011) com indicadores de alguma dispersão. O referente a “conteúdo elevado” evidenciou, nos dois anos, o valor médio mais baixo (22 em 2007 e 28 em 2011), igualmente com valores indicadores de alguma dispersão. Dos outros dois níveis, o de “conteúdo bom”

apresentou uma média de divulgações superior ao de “conteúdo moderado” mas, em qualquer deles, as dispersões são muito elevadas como se verifica pelos desvios padrão e pelas amplitudes amostral e interquartis.

Quadro 32 - Caracterização das divulgações por conteúdos informativos

Ano	Divulgações	Total	Média	DP	Min	Perc 25	Mediana	Perc 75	Max
2007	Total	8.885	240	117	71	146	243	315	515
	De conteúdo elevado	816	22	13	2	16	20	26	60
	De conteúdo bom	2.749	74	49	4	38	69	98	216
	De conteúdo moderado	1.415	38	31	0	12	29	58	108
	De conteúdo reduzido	3.905	106	60	14	65	102	127	268
2011	Total	12.390	335	164	68	213	313	436	743
	De conteúdo elevado	1.028	28	20	3	13	22	38	81
	De conteúdo bom	3.560	96	70	8	45	79	126	284
	De conteúdo moderado	2.449	66	60	7	28	47	94	296
	De conteúdo reduzido	5.353	145	79	32	90	144	181	441

8.1.5 Caracterização das divulgações por locais

Conforme se verifica pelos dados do Quadro 33, as divulgações efetuadas no capítulo “risk factors” têm, nos dois anos, um valor médio, mais elevado do que o verificado em qualquer dos outros locais analisados, com indicação de dispersão elevada. O “anexo” é o capítulo que, nos dois anos, apresenta o segundo valor médio de divulgações mais elevado, igualmente com indicação de grande dispersão.

Quadro 33 - Caracterização das divulgações por locais

Ano	Divulgações	Total	Média	DP	Min	Perc 25	Mediana	Perc 75	Max
2007	Total	8.885	240	117	71	146	243	315	515
	Capit "Risk Factors"	4.230	114	82	0	42	110	166	295
	Cap "Outlook"	1.297	35	44	0	6	16	57	174
	Capit Gov Corporativo	850	23	26	0	5	15	30	107
	Anexo	2.508	68	49	0	38	65	93	266
2011	Total	12.390	335	164	68	213	313	436	743
	Capit "Risk Factors"	6.341	171	105	0	93	167	230	437
	Cap "Outlook"	1.438	39	58	0	6	17	45	265
	Capit Gov Corporativo	1.177	32	39	0	6	16	36	164
	Anexo	3.434	93	57	14	52	87	122	306

De todos os locais, o relatório de “governo corporativo” é o que apresenta, nos dois anos, divulgações médias mais baixas e dispersões muitíssimo elevadas, tendência semelhante à que se verifica no capítulo de “Outlook”.

8.1.6 Caracterização das divulgações por países

As divulgações efetuadas pelas empresas de países germânicos apresentam, nos dois anos, o número de divulgações mais elevado, seguido pelas empresas dos países francófonos e pelas empresas dos países latinos, com sinais de mais heterogeneidade nas dos países francófonos, dada a maior dispersão que evidenciam patente no elevado desvio padrão e nas amplitudes amostral e interquartis.

Quadro 34 - Caracterização das divulgações por países

Ano	Países	Total	Média	DP	Min	Perc 25	Mediana	Perc 75	Max
2007	Total	8.885	240	117	71	146	243	315	515
	Francófonos	3.420	201	116	71	119	190	269	434
	Germânicos	4.410	315	100	146	249	316	376	515
	Latinos	1.055	176	69	73	123	187	242	243
2011	Total	12.390	335	164	68	213	313	436	743
	Francófonos	5.267	310	193	68	193	268	339	743
	Germânicos	5.511	394	134	174	264	370	530	580
	Latinos	1.612	269	105	112	213	264	358	402

8.1.7 Caracterização das divulgações por setores de atividade

A divulgação média das empresas dos setores industriais e não industriais apresenta, em cada ano, médias idênticas entre si e à da totalidade da amostra com alguma dispersão conforme se constata no Quadro 35.

Quadro 35 - Caracterização das divulgações por setores de atividade

Ano	Setor de Atividade	Total	Média	DP	Min	Perc 25	Mediana	Perc 75	Max
2007	Total	8885	240	117	71	146	243	315	515
	Empresas não Industriais	3371	241	118	73	146	249	325	434
	Empresas Industriais	5514	240	120	71	127	243	304	515
	Total	12390	335	164	68	213	313	436	743
2011	Empresas não Industriais	4696	335	194	68	174	297	512	717
	Empresas Industriais	7694	335	148	105	218	313	402	743

8.1.8 Caracterização das divulgações por empresas cotadas e não cotadas nos EUA

As empresas cotadas simultaneamente nos EUA apresentam uma média de divulgações maior, nos dois anos, evidenciando, também, menor dispersão, em qualquer dos anos.

Quadro 36 - Caracterização das divulgações por cotação simultânea nos EUA

Ano	Cotada EUA	Total	Média	DP	Min	Perc 25	Mediana	Perc 75	Max
2007	Total	8.885	240	117	71	146	243	315	515
	Não	4.651	202	110	71	119	190	269	434
	Sim	4.234	302	106	146	242	293	370	515
2011	Total	12.390	335	164	68	213	313	436	743
	Não	7.178	312	186	68	193	264	436	743
	Sim	5.212	372	117	174	293	349	498	571

8.2 Análise inferencial

Procede-se, seguidamente, à análise inferencial dos resultados com vista à validação das hipóteses formuladas.

8.2.1 Validações das hipóteses relativas ao objetivo de caracterização da forma como as divulgações são efetuadas

O primeiro conjunto de hipóteses (hipóteses 1 a 15) é relativo à caracterização da forma como a divulgação é efetuada a que se refere o primeiro objetivo da investigação.

8.2.1.1 Tipologias de risco

As médias das divulgações das diferentes tipologias de risco foram muito diferentes, tanto no ano de 2007 como no de 2011, com os riscos financeiros a serem objeto de maior divulgação, seguidos dos riscos operacionais e dos estratégicos, como se pode comprovar pelos valores evidenciados no Painel A do Quadro 37 e do Quadro 38.

A significância do teste ANOVA de medidas repetidas (*p value* <0,001) indica, em qualquer dos anos, que há diferenças significativas entre as médias das diferentes tipologias de risco. A análise dos *Post Hoc* (ajustamento para comparações múltiplas de Bonferroni) em 2007, indica que apenas a comparação das médias das divulgações dos riscos operacionais e dos estratégicos não

tem significância estatística ($p\text{ value} = 1,000$), pelo que, de todas as tipologias, os riscos financeiros foram os mais divulgados, seguidos, em conjunto, dos operacionais e dos estratégicos, do de tecnologias de informação, dos de integridade e, com pouca expressão, dos de capacitação.

Quadro 37 - Resultados referentes às divulgações de tipologias de risco no ano 2007

	Div Totais		RFIN		RNFIN		Oper		Capac		TI		Int		Est	
Painel A: Frequências e médias das divulgações de tipologias de riscos																
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Total	8.885	100	3.716	42	5.169	58	2.216	25	16	0	114	1	1.004	11	1.819	20
Média	240,14		100,43		139,70		59,89		0,43		3,08		27,14		49,16	
Painel B: Diferenças nas médias das divulgações de tipologias de riscos																
ANOVA de Medidas Repetidas (GLM)																
F (cor. de Greenhouse-Geisser)	52,447															
p value	0,000***															
Div. de riscos financeiros - Div. de riscos não financeiros																
Diferença nas médias	-39,270															
t-Test paired samples	-2,992															
p value (2-tailed)	0,005*															

Legenda: RFIN: Riscos financeiros; RNFIN: Riscos não financeiros; Oper: Riscos operacionais; Capac: Riscos de capacitação; TI: Riscos de Tecnologias e de informação; Int: Riscos de integridade; Est: Riscos estratégicos.

*** significância inferior a 0,1%; ** significância inferior a 1%; * significância inferior a 5%.

Quadro 38- Resultados referentes às divulgações de tipologias de risco no ano de 2011

	Div Totais		RFIN		RNFIN		Oper		Capac		TI		Int		Est	
Painel A: Frequências e médias das divulgações de tipologias de riscos																
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Total	12.390	100	4.564	37	7.826	63	3.244	26	14	0	252	2	1.977	16	2.339	19
Média	334,86		123,35		211,51		87,68		0,38		6,81		53,43		63,22	
Painel B: Diferenças nas médias das divulgações de tipologias de riscos																
ANOVA de Medidas Repetidas (GLM)																
F (cor. de Greenhouse-Geisser)	51,757															
p value	0,000***															
Div. de riscos financeiros - Div. de riscos não financeiros																
Diferença nas médias																
t-Test paired samples	-5,171															
p value (2-tailed)	0,000***															

Legenda: RFIN: Riscos financeiros; RNFIN: Riscos não financeiros; Oper: Riscos operacionais; Capac: Riscos de capacitação; TI: Riscos de Tecnologias e de informação; Int: Riscos de integridade; Est: Riscos estratégicos.

*** significância inferior a 0,1%; ** significância inferior a 1%; * significância inferior a 5%.

Em 2011, a análise dos *Post Hoc* (ajustamento para comparações múltiplas de Bonferroni) indica que não há diferenças significativas entre as médias das divulgações dos riscos financeiros e dos operacionais ($p\text{ value} = 0,078$), entre as divulgações dos riscos operacionais e as dos riscos de integridade ($p\text{ value} = 0,228$) e entre as médias das divulgações dos riscos operacionais e as dos estratégicos ($p\text{ value} = 0,312$)

Estes dados permitem validar apenas parcialmente a hipótese 1 de que o número de divulgações das diferentes tipologias de risco é diferente.

Quando considerados apenas os riscos financeiros e os riscos não financeiros estes últimos são os mais divulgados, nos dois anos, com médias significativamente diferentes, ($p\text{ value} < 0.05$), em 2007 e ($p\text{ value} < 0.001$), em 2011, como se observa no Painel B do Quadro 37 e do Quadro 38.

Estes resultados permitem validar a hipótese 2 de que o número de divulgações de riscos financeiros é significativamente inferior ao de riscos não financeiros.

8.2.1.2 Tipos de divulgação

Globalmente, a média dos três tipos de divulgações é diferente, de acordo com o ANOVA de medidas repetidas em qualquer dos anos ($p\text{ value} < 0,001$). Também, nos dois anos, o teste de *Post Hoc* (ajustamento para comparações múltiplas de Bonferroni) indica que há diferenças significativas entre a média das divulgações de fatores de risco e as médias das divulgações de gestão de risco e de conformidade mas que não há diferenças significativas entre a média das divulgações de gestão de risco e a média das divulgações de conformidade ($p\text{ value} > 0,05$) pelo que, nas divulgações totais, são efetuadas mais divulgações referentes a fatores de risco sem diferenças significativas nas divulgações de gestão de risco e de conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão de risco.

Na análise segmentada por tipologias de risco, tanto nos riscos financeiros como nos riscos não financeiros, e nos dois anos, também se verificam diferenças significativas entre as médias dos diferentes tipos de divulgação ($p\text{ value} < 0,001$). O teste de *Post Hoc* (ajustamento para comparações múltiplas de Bonferroni) nas divulgações de riscos financeiros indica que, em 2007, há diferenças significativas entre a média das divulgações de fatores de risco e as médias das divulgações de gestão de risco e de conformidade dos sistemas, não havendo diferenças significativas entre as médias dos dois últimos tipos de divulgação ($p\text{ value} = 0,05$) sendo que, em 2011, há diferenças significativas entre as médias de todos os tipos de divulgação ($p\text{ value} < 0,05$) o que permite concluir que, neste ano e nesta tipologia de risco, se efetuaram mais divulgações de fatores de risco, seguidas das divulgações de gestão de risco e, por fim, das divulgações de conformidade dos sistemas.

Quadro 39 - Resultados referentes aos tipos de divulgação em 2007

	Div Totais		RFIN		RNFIN		Oper		Capac		TI		Int		Est
<i>Painel A: Médias dos tipos de divulgação</i>	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor
Divulgações de fatores de risco															
Média	154,20	64	50,80	51	103,40	74	52,30	87	0,20	50	2,10	68	4,50	16	44,40 90
Div. de gestão de risco															
Média	46,60	19	31,90	32	14,70	11	7,60	13	0,20	50	1,00	32	1,10	4	4,80 10
Div. de riscos (fatores + gestão)															
Média	200,80	84	82,70	82	118,10	85	59,90	100	0,40	100	3,10	100	5,60	20	49,20 100
Div. de conformidade dos sistemas															
Média	39,40	16	17,80	18	21,60	15	0,00	0	0,00	0	0,00	0	21,80	80	0,00 0

Painel B: Diferenças nas médias dos tipos de divulgação

ANOVA de Medidas Repetidas (GLM)															
F (cor. de Greenhouse-Geisser)	75,966		23,444		56,03		51,39		0,678		12,953		48,344		50,79
<i>p value</i>	0,000***		0,000***		0,000***		0,000***		0,446		0,000***		0,000***		0,000***
Div. de riscos - Div. de conformidade															
Diferença nas médias	161,43		64,92		96,51		59,89		0,43		3,08		-16,05		49,16
t-Test paired samples	10,485		8,382		8,174		8,324		1,654		5,139		-6,694		7,302
<i>p value (2-tailed)</i>	0,000***		0,000***		0,000***		0,000***		0,107		0,000***		0,000***		0,000***
Div. de fatores de risco - Div. de gestão de risco															
Diferença nas médias	107,54		18,84		88,70		44,70		-0,05		1,14		3,38		39,54
t-Test paired samples	9,008		3,957		7,849		6,672		-0,199		2,399		2,204		7,041
<i>p value (2-tailed)</i>	0,000***		0,000***		0,000***		0,000***		0,843		0,022*		0,034*		0,000***

Painel C: Diferenças nas médias do tipo de divulgação nas tipologias de risco

Div. de fatores de risco em RFIN - Div. de fatores de risco em RNFIN															
Diferença nas médias	-52,65														
t-Test paired samples	-4,733														
<i>p value (2-tailed)</i>	0,000***														
Div. de gestão de risco em RFIN - Div. de gestão de risco em RNFIN															
Diferença nas médias	17,22														
t-Test paired samples	3,031														
<i>p value (2-tailed)</i>	0,000***														
Div. de riscos em RFIN - Div. de riscos em RNFIN															
Diferença nas médias	-35,43														
t-Test paired samples	-2,857														
<i>p value (2-tailed)</i>	0,070														
Div. de conformidade em RFIN - Div. de conformidade em RNFIN															
Diferença nas médias	-3,84														
t-Test paired samples	-1,057														
<i>p value (2-tailed)</i>	0,298														

Legenda: RFIN: Riscos financeiros; RNFIN: Riscos não financeiros; Oper: Riscos operacionais; Capac: Riscos de capacitação; TI: Riscos de Tecnologias e de informação; Int: Riscos de integridade; Est: Riscos estratégicos.

*** significância inferior a 0,1%; ** significância inferior a 1%; * significância inferior a 5%.

Quadro 40 - Resultados referentes aos tipos de divulgação em 2011

	Div Totais		RFIN		RNFIN		Oper		Capac		TI		Int		Est	
Painel A: Médias dos tipos de divulgação																
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Div. de fatores de risco																
Média	217,87	65	68,03	55	149,94	71	77,03	88	0,38	100	4,43	65	9,68	18	58,32	92
Div. de gestão de risco																
Média	54,27	16	33,41	27	20,87	10	10,65	12	0,00	0	2,38	35	2,95	6	4,89	8
Div. de riscos (fatores + gestão)																
Média	272,14	81	101,43	82	170,70	81	87,68	100	0,38	100	6,81	100	12,62	24	63,22	100
Div. de conformidade dos sistemas																
Média	62,73	19	21,92	18	40,81	19	0,00	0	0,00	0	0,00	0	40,81	76	0,00	0
Painel B: Diferenças nas médias dos tipos de divulgação																
ANOVA de Medidas Repetidas (GLM)																
F (cor. de Greenhouse-Geisser)	54,662		58,191		39,506		33,681		2,623		12,894		25,974		50,501	
p value	0,000***		0,000***		0,000***		0,000***		0,114		0,000***		0,000***		0,000***	
Div. de riscos - Div. de conformidade																
Diferença nas médias	209,405		79,514		129,892		87,675		0,378		6,810		-28,189		63,216	
t-Test paired samples	9,431		12,000		7,071		7,061		1,620		4,256		-4,179		8,116	
p value (2-tailed)	0,000***		0,000***		0,000***		0,000***		0,114		0,000***		0,000***		0,000***	
Div. de fatores de risco - Div. de gestão de risco																
Diferença nas médias	163,595		34,622		128,973		66,378		0,378		2,054		6,729		53,432	
t-Test paired samples	7,912		8,567		6,856		5,323		1,620		2,505		2,191		6,749	
p value (2-tailed)	0,000***		0,000***		0,000***		0,000***		0,114		0,017*		0,350		0,000***	
Painel C: Diferenças nas médias do tipo de divulgação nas tipologias de risco																
Div. de fatores de risco em RFIN - Div. de fatores de risco em RNFIN																
Diferença nas médias	-81,810															
t-Test paired samples	-5,027															
p value (2-tailed)	0,000***															
Div. de gestão de risco em RFIN - Div. de gestão de risco em RNFIN																
Diferença nas médias	12,540															
t-Test paired samples	3,331															
p value (2-tailed)	0,002**															
Div. de riscos em RFIN - Div. de riscos em RNFIN																
Diferença nas médias	-69,270															
t-Test paired samples	-4,424															
p value (2-tailed)	0,000***															
Div. de conformidade em RFIN - Div. de conformidade em RNFIN																
Diferença nas médias	-18,891															
t-Test paired samples	-3,190															
p value (2-tailed)	0,003**															

Legenda: RFIN: Riscos financeiros; RNFIN: Riscos não financeiros; Oper: Riscos operacionais; Capac: Riscos de capacitação; TI: Riscos de Tecnologias e de informação; Int: Riscos de integridade; Est: Riscos estratégicos.

*** significância inferior a 0,1%; ** significância inferior a 1%; * significância inferior a 5%.

Na tipologia de riscos não financeiros, o teste de *Post Hoc* (ajustamento para comparações múltiplas de Bonferroni) indica, nos dois anos, um padrão quase idêntico ao verificado nas divulgações de riscos financeiros com exceção da relação entre as divulgações de gestão de risco

e de conformidade dos sistemas no ano de 2011. A média das divulgações de fatores de risco, em 2007, foi significativamente superior às médias das divulgações de gestão de risco e das de conformidade dos sistemas e sem diferenças significativas entre as médias dos dois últimos tipos ($p\text{ value} > 0,05$). Em 2011, registaram-se diferenças significativas ($p\text{ value} < 0,05$) entre todos os tipos de divulgações sendo predominantes as referentes a fatores de risco, seguidas agora pelas relativas a conformidade dos sistemas e, por fim, das de gestão de risco.

De acordo com os procedimentos de codificação seguidos na análise de conteúdo, as divulgações de conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão do risco foram classificadas como de riscos financeiros, quando se referiam à conformidade dos sistemas de gestão de riscos financeiros e de integridade, quando se referiam à conformidade dos sistemas de riscos não financeiros, pelo que este tipo de divulgação não tem prevalência nas tipologias de riscos operacionais, de capacitação, de tecnologias de informação e estratégicos.

Os dados antes referidos levam a validar parcialmente a hipótese três de que o número de divulgações dos diferentes tipos é significativamente diferente.

As divulgações de riscos, que consideram a agregação das de fatores de risco e das de gestão de risco, são significativamente superiores às divulgações de conformidade, tanto em termos totais como nas diferentes tipologias de risco e nos dois anos, conforme resulta dos valores do T-Test para amostras emparelhadas que consta no painel B do Quadro 39 e do Quadro 40, confirmando-se, assim, a hipótese quatro.

As divulgações de fatores de risco são significativamente superiores às divulgações de gestão do risco, em termos totais, e tanto nas divulgações de riscos financeiros como nas de não financeiros, em qualquer dos anos observados, confirmando-se, também, a hipótese cinco.

Complementarmente, conforme dados que constam no Painel C do Quadro 39 e do Quadro 40, pode concluir-se que as divulgações de fatores de risco são significativamente superiores nas divulgações de riscos não financeiros, quando comparadas com as de riscos financeiros e que esta tendência é contrária nas divulgações de gestão de risco que são significativamente superiores nas divulgações de riscos financeiros. As divulgações de conformidade dos sistemas de controlo e interno e de gestão de risco não apresentam diferenças significativas nas divulgações das duas tipologias de risco, em 2007, mas são significativamente superiores nas de riscos não financeiros, no ano de 2011.

8.2.1.3 Características semânticas das divulgações

As divulgações são feitas maioritariamente de forma não quantificada conforme se comprova pelos dados do Quadro 41 e do Quadro 42, sendo a média das divulgações não quantificadas significativamente superior às quantificadas, tanto em termos globais como nos riscos financeiros e nos não financeiros e nos dois anos analisados, o que valida a hipótese seis.

O facto regista-se, também, em todas as tipologias de riscos não financeiros com exceção dos riscos de capacitação.

Os dados do painel C do Quadro 41 e do Quadro 42 permitem ainda concluir que as divulgações quantificadas são significativamente superiores às não quantificadas nas divulgações de riscos financeiros e que, inversamente, o número de divulgações não quantificadas é significativamente superior ao de divulgações quantificadas nas divulgações de riscos não financeiros.

Saliente-se que, em qualquer dos anos, a tipologia de risco não financeiro que mais é divulgado de forma quantificada é a de riscos operacionais onde estão classificadas as divulgações relativas a litigância pendente, em muitos casos efetuadas de forma quantificada.

Quadro 41 - Resultados referentes às divulgações quantificadas e não quantificadas em 2007

	Div Totais		RFIN		RNFIN		Oper		Capac		TI		Int		Est	
<i>Painel A: Frequências e médias dos tipos de divulgação</i>																
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Div. quantificadas																
Média	32,54	14	20,84	21	11,70	8	7,78	13	0,00	0	0,00	0	0,49	2	3,43	7
Div. não quantificadas																
Média	207,59	86	79,59	79	128,00	92	52,11	87	0,43	100	3,08	100	26,65	98	45,73	93
<i>Painel B: Diferenças nas médias dos tipos de divulgação</i>																
Div. quantificadas - Div. não quantificadas																
Diferença nas médias	-175,054		-58,757		-116,297		-44,324		-0,432		-3,081		-26,162		-42,297	
t-Test paired samples	-9,496		-6,388		-9,752		-6,967		-1,654		-5,139		-7,922		-7,151	
<i>p value (2-tailed)</i>	0,000***		0,000***		0,000***		0,000***		0,107		0,000***		0,000***		0,000***	
<i>Painel C: Diferenças nas médias das características semânticas nas tipologias de risco</i>																
Div. quantificadas em RFIN - Div. quantificadas em RNFIN																
Diferença nas médias	9,135															
t-Test paired samples	3,345															
<i>p value (2-tailed)</i>	0,002**															
Div. não quantificadas em RFIN - Div. não quantificadas em RNFIN																
Diferença nas médias	-48,405															
t-Test paired samples	-4,137															
<i>p value (2-tailed)</i>	0,000***															

Legenda: RFIN: Riscos financeiros; RNFIN: Riscos não financeiros; Oper: Riscos operacionais; Capac: Riscos de capacitação; TI: Riscos de Tecnologias e de informação; Int: Riscos de integridade; Est: Riscos estratégicos.

*** significância inferior a 0,1%; ** significância inferior a 1%; * significância inferior a 5%.

Quadro 42 - Resultados referentes às divulgações quantificadas e não quantificadas em 2011

	Div Totais		RFIN		RNFIN		Oper		Capac		TI		Int		Est	
Painel A: Frequências e médias dos tipos de divulgação																
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Div. quantificadas																
Média	40,68	12	26,46	21	14,22	7	10,35	12	0,00	0	0,03	0	0,84	2	3,00	5
Div. não quantificadas																
Média	294,19	88	96,89	79	197,30	93	77,32	88	0,38	100	6,78	100	52,59	98	60,22	95
Painel B: Diferenças nas médias dos tipos de divulgação																
Div. quantificadas - Div. não quantificadas																
Diferença nas médias	-253,514		-70,432		-183,081		-66,973		-0,378		-6,757		-51,756		-57,216	
t-Test paired samples	-10,907		-10,037		-9,983		-7,165		-1,620		-4,240		-7,675		-7,906	
p value (2-tailed)	0,000***		0,000***		0,000***		0,000***		0,114		0,000***		0,000***		0,000***	
Painel C: Diferenças nas médias das características semânticas nas tipologias de risco																
Div. quantificadas em RFIN - Div. quantificadas em RNFIN																
Diferença nas médias	12,243															
t-Test paired samples	5,026															
p value (2-tailed)	0,000***															
Div. não quantificadas em RFIN - Div. não quantificadas em RNFIN																
Diferença nas médias	-100,405															
t-Test paired samples	-6,289															
p value (2-tailed)	0,000***															

Legenda: RFIN: Riscos financeiros; RNFIN: Riscos não financeiros; Oper: Riscos operacionais; Capac: Riscos de capacitação; TI: Riscos de Tecnologias e de informação; Int: Riscos de integridade; Est: Riscos estratégicos.

*** significância inferior a 0,1%; ** significância inferior a 1%; * significância inferior a 5%.

Os dados do Quadro 43 e do Quadro 44 referem-se ao impacto veiculado nas divulgações relacionadas com os riscos. A informação constante no painel B do Quadro 43 permite concluir que, no ano de 2007, as divulgações neutras, onde não constava um impacto (positivo ou negativo), foram significativamente superiores àquelas onde era informado um impacto, em termos totais e na tipologia de riscos financeiros, sendo que nas divulgações de riscos não financeiros, embora a média seja superior nas divulgações com impacto, a diferença não apresenta significância estatística.

Em 2011, conforme painel B do Quadro 44, as divulgações neutras totais apresentam uma média de divulgação superior às divulgações com impacto mas a diferença não é estatisticamente significativa, enquanto nas divulgações de riscos financeiros a mesma diferença já apresenta significância. Nas divulgações de riscos não financeiros, tal como em 2007, a média das divulgações efetuadas informando um impacto é superior à das efetuadas de forma neutra mas sem significância estatística. Assinale-se que, em qualquer dos anos, nas divulgações de riscos operacionais e estratégicos, as divulgações com impacto verificam uma média significativamente superior às neutras, enquanto na tipologia de risco de integridade a relação é inversa e, igualmente, significativa, facto que se justifica por os riscos de integridade incluírem as

divulgações sobre conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão do risco de todos os riscos não financeiros.

O facto de a média das divulgações de riscos financeiros ser efetuada maioritariamente de forma neutra está influenciado pela prevalência nesta tipologia de risco dos tipos de divulgação de gestão de risco e de conformidade dos sistemas, ambas divulgadas sem impacto, que, no conjunto, representam 49% em 2007 e 45% em 2011, das divulgações de riscos financeiros.

Quadro 43 - Resultados referentes às divulgações com impacto positivo, negativo e neutro em 2007

	Div Totais		RFIN		RNFIN		Oper		Capac		TI		Int		Est	
Painel A: Frequências e médias dos tipos de divulgação																
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Div. impacto positivo																
Média	47,97	20	13,62	14	34,35	25	19,24	32	0,11	25	0,43	14	0,57	2	14,00	28
Div. impacto negativo																
Média	57,16	24	12,08	12	45,08	32	24,27	41	0,03	6	1,16	38	2,27	8	17,35	35
Div. com impacto (pos. + neg.)																
Média	105,14	44	25,70	26	79,43	57	43,51	73	0,14	31	1,59	52	2,84	10	31,35	64
Div. neutras																
Média	135,00	56	74,73	74	60,27	43	16,38	27	0,30	69	1,49	48	24,30	90	17,81	36
Painel B: Diferenças nas médias dos tipos de divulgação																
Div. c/ impacto positivo - Div. c/ negativo																
Diferença nas médias	-9,189		1,541		-10,730		-5,027		0,081		-0,730		-1,703		-3,351	
t-Test paired samples	-1,074		1,087		-1,278		-0,810		1,000		-2,673		-2,067		-1,025	
p value (2-tailed)	0,290		0,284		0,210		0,423		0,324		0,011*		0,046*		0,312	
Div. c/ impacto - Div. Neutras																
Diferença nas médias	-29,865		-49,027		19,162		27,135		-0,162		0,108		-21,459		13,540	
t-Test paired samples	-2,298		-6,532		1,794		3,950		-0,627		0,258		-7,513		2,683	
p value (2-tailed)	0,027*		0,000***		0,081		0,000***		0,534		0,798		0,000***		0,011*	
Painel C: Diferenças nas médias das características semânticas nas tipologias de risco																
Div. positivas em RFIN - Div. positivas em RNFIN																
Diferença nas médias	-20,729															
t-Test paired samples	-3,777															
p value (2-tailed)	0,001**															
Div. negativas em RFIN - Div. negativas em RNFIN																
Diferença nas médias	-33,000															
t-Test paired samples	-4,566															
p value (2-tailed)	0,000***															
Div. com impacto em RFIN - Div. com impacto em RNFIN																
Diferença nas médias	-53,729															
t-Test paired samples	-5,575															
p value (2-tailed)	0,000***															
Div. neutras em RFIN - Div. neutras em RNFIN																
Diferença nas médias	14,459															
t-Test paired samples	10625															
p value (2-tailed)	0,113															

Legenda: RFIN: Riscos financeiros; RNFIN: Riscos não financeiros; Oper: Riscos operacionais; Capac: Riscos de capacitação; TI: Riscos de Tecnologias e de informação; Int: Riscos de integridade; Est: Riscos estratégicos.

*** significância inferior a 0,1%; ** significância inferior a 1%; * significância inferior a 5%.

Quadro 44 - Resultados referentes às divulgações com impacto positivo, negativo e neutro em 2011

	Div Totais		RFIN		RNFIN		Oper		Capac		TI		Int		Est	
Painel A: Frequências e médias dos tipos de divulgação																
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Div. impacto positivo																
Média	57,51	17	17,68	14	39,84	19	24,22	28	0,05	14	0,46	7	1,22	2	13,89	22
Div. impacto negativo																
Média	91,95	27	18,46	15	73,49	35	36,43	42	0,16	43	2,54	37	4,95	9	29,41	47
Div. com impacto																
Média	149,46	45	36,14	29	113,32	54	60,65	69	0,22	57	3,00	44	6,16	12	43,30	68
Div. neutras																
Média	185,41	55	87,22	71	98,19	46	27,03	31	0,16	43	3,81	56	47,27	88	19,92	32
Painel B: Diferenças nas médias dos tipos de divulgação																
Div. c/ inapcto positivo - Div. c/ negativo																
Diferença nas médias	-34,432		-0,784		-33,649		-12,216		-0,108		-2,081		-3,729		-15,513	
t-Test paired samples	-2,446		-0,382		-2,649		-1,513		-1,276		-3,436		-2,062		-2,969	
p value (2-tailed)	0,019*		0,705		0,012*		0,139		0,21		0,002**		0,047*		0,005*	
Div. c/ inapcto - Div. neutras																
Diferença nas médias	-35,946		-51,081		15,135		33,622		0,054		-0,810		-41,108		23,378	
t-Test paired samples	-1,584		-6,208		0,816		3,415		0,229		-0,714		-5,887		3,254	
p value (2-tailed)	0,122		0,000***		0,420		0,002**		0,820		0,480		0,000***		0,002**	
Painel C: Diferenças nas médias das características semânticas nas tipologias de risco																
Div. positivas em RFIN - Div. positivas em RNFIN																
Diferença nas médias	-22,162															
t-Test paired samples	-3,15															
p value (2-tailed)	0,003**															
Div. negativas em RFIN - Div. negativas em RNFIN																
Diferença nas médias	-55,027															
t-Test paired samples	-4,88															
p value (2-tailed)	0,000***															
Div. com impacto em RFIN - Div. com impacto em RNFIN																
Diferença nas médias	-77,189															
t-Test paired samples	-5,19															
p value (2-tailed)	0,000***															
Div. neutras em RFIN - Div. neutras em RNFIN																
Diferença nas médias	-10,972															
t-Test paired samples	-1,24															
p value (2-tailed)	0,223															

Legenda: RFIN: Riscos financeiros; RNFIN: Riscos não financeiros; Oper: Riscos operacionais; Capac: Riscos de capacitação; TI: Riscos de Tecnologias e de informação; Int: Riscos de integridade; Est: Riscos estratégicos.

*** significância inferior a 0,1%; ** significância inferior a 1%; * significância inferior a 5%.

O facto de a média das divulgações neutras ser superior às divulgações com impacto em 2007, globalmente e nos riscos financeiros, e, em 2011, nos riscos financeiros, leva-nos a validar parcialmente a hipótese sete, de que não há diferenças significativas no número de divulgações efetuadas de forma neutra e com impacto.

No que respeita à relação entre as divulgações que informam de um impacto, em 2007, a média das de impacto negativo é superior em termos globais e nas divulgações de riscos não financeiros e inferior nas divulgações de riscos financeiros muito embora, em qualquer dos casos, as diferenças não apresentem significância estatística. Em 2011, a média das divulgações de

impacto negativo é, globalmente e nas duas tipologias de risco, superior à média das de impacto positivo embora essa diferença não apresente significância estatística no caso das divulgações de riscos financeiros. Estes resultados permitem-nos validar parcialmente a hipótese oito, de que não há diferenças significativas entre o número de divulgações de impacto positivo e as impacto positivo.

Complementarmente, pode observar-se, no painel C do Quadro 43 e do Quadro 44, que as divulgações de impacto positivo e de impacto negativo apresentam uma média significativamente superior nas divulgações de riscos não financeiros comparativamente às de riscos financeiros. Já a média das divulgações neutras, em 2007, foi superior nas divulgações de riscos financeiros e, em 2011, foi superior nas divulgações de riscos não financeiros embora, em qualquer dos anos, sem significância estatística.

O Quadro 45 e do Quadro 46 referem os dados relativos à orientação temporal das divulgações. Na globalidade, as divulgações efetuadas informando de uma orientação temporal (futuro ou passado) apresentam uma média inferior às divulgações que não informam da orientação temporal, embora a diferença apenas seja estatisticamente significativa no ano de 2011. Quando observadas separadamente as divulgações das tipologias de risco a realidade apresenta-se diferente, com as de riscos financeiros a verificarem uma média de divulgações sem orientação temporal significativamente superior às efetuadas com orientação temporal, em qualquer dos anos, enquanto as divulgações de riscos não financeiros tiveram, em 2007, uma média de divulgações com orientação temporal superior às que não tinham orientação temporal, invertendo-se a situação em 2011, embora as diferenças, em qualquer dos anos, não fossem estatisticamente significativas.

A exemplo do que se verificou nas divulgações neutras e com impacto, o facto de nos riscos financeiros as divulgações sem orientação temporal apresentarem uma média significativamente superior às que evidenciam orientação temporal está influenciado pela maior prevalência nesta tipologia de risco de divulgações de gestão de risco e de conformidade dos sistemas, ambas divulgadas sem referência à orientação temporal.

Quadro 45 - Resultados referentes às divulgações sobre o futuro, sobre o passado e sem orientação temporal em 2007

	Div Totais		RFIN		RNFIN		Oper		Capac		TI		Int		Est	
Painel A: Frequências e médias dos tipos de divulgação																
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Div. sobre futuro																
Média	42,81	18	4,62	5	38,19	27	19,08	32	0,05	13	0,32	11	0,68	2	18,05	37
Div. sobre passado																
Média	72,51	30	33,84	34	38,68	28	20,00	33	0,11	25	0,57	18	2,70	10	15,30	31
Div. com orientação temporal (fut. + pas.)																
Média	115,32	48	38,46	38	76,86	55	39,08	65	0,16	38	0,89	29	3,38	12	33,35	68
Div. sem orientação temporal																
Média	124,81	52	61,97	62	62,84	45	20,81	35	0,27	63	2,19	71	23,76	88	15,81	32
Painel B: Diferenças nas médias dos tipos de divulgação																
Div. sobre o futuro - Div. sobre o passado																
Diferença nas médias	-29,703		-29,216		-0,486		-0,919		-0,540		-0,243		-2,027		2,756	
t-Test paired samples	-3,303		-11,895		-0,057		-0,180		-0,572		-1,505		-1,795		0,620	
p value (2-tailed)	0,002**		0,000***		0,955		0,858		0,571		0,141		0,081		0,539	
Div. c/ orientação temporal - Div. s/ orientação temporal																
Diferença nas médias	-9,486		-23,514		14,027		18,270		-0,108		-1,297		-20,378		17,540	
t-Test paired samples	-1,023		-3,547		1,546		4,161		-0,417		-3,493		-6,655		3,592	
p value (2-tailed)	0,313		0,001**		0,131		0,000***		0,679		0,001**		0,000***		0,001**	
Painel C: Diferenças nas médias das características semânticas nas tipologias de risco																
Div. s/ futuro em RFIN - Div. s/ futuro em RNFIN																
Diferença nas médias	-33,567															
t-Test paired samples	-5,00															
p value (2-tailed)	0,000***															
Div. s/ passado em RFIN - Div. s/ passado em RNFIN																
Diferença nas médias	-4,837															
t-Test paired samples	-0,75															
p value (2-tailed)	0,459															
Div. c/ orientação temporal em RFIN - Div. c/ orientação temporal em RNFIN																
Diferença nas médias	-38,405															
t-Test paired samples	-3,94															
p value (2-tailed)	0,000***															
Div. s/ orientação temporal em RFIN - Div. s/ orientação temporal em RNFIN																
Diferença nas médias	-0,864															
t-Test paired samples	-1,000															
p value (2-tailed)	0,921															

Legenda: RFIN: Riscos financeiros; RNFIN: Riscos não financeiros; Oper: Riscos operacionais; Capac: Riscos de capacitação; TI: Riscos de Tecnologias e de informação; Int: Riscos de integridade; Est: Riscos estratégicos.

*** significância inferior a 0,1%; ** significância inferior a 1%; * significância inferior a 5%.

Quadro 46 - Resultados referentes às divulgações sobre o futuro, sobre o passado e sem orientação temporal em 2011

	Div Totais		RFIN		RNFIN		Oper		Capac		TI		Int		Est	
Painel A: Frequências e médias dos tipos de divulgação																
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Div. sobre futuro																
Média	50,49	15	4,54	4	45,95	22	22,43	26	0,03	7	0,24	4	1,57	3	21,68	34
Div. sobre passado																
Média	101,35	30	43,51	35	57,84	27	32,70	37	0,22	57	1,76	26	5,38	10	17,78	28
Div. com orientação temporal																
Média	151,84	45	48,05	39	103,78	49	55,14	63	0,24	64	2,00	29	6,95	13	39,46	62
Div. sem orientação temporal																
Média	183,03	55	75,30	61	107,73	51	32,54	37	0,14	36	4,81	71	46,49	87	23,76	38
Painel B: Diferenças nas médias dos tipos de divulgação																
Div. sobre o futuro - Div. sobre o passado																
Diferença nas médias	-50,855		-38,972		-11,891		-10,270		-0,189		-1,514		-3,810		3,892	
t-Test paired samples	-3,539		-10,897		-0,972		-1,137		-1,190		-2,151		-2,329		0,899	
p value (2-tailed)	0,001**		0,000***		0,338		0,263		0,242		0,038*		0,026*		0,375	
Div. c/ orientação temporal - Div. s/ orientação temporal																
Diferença nas médias	-31,189		-27,243		-3,946		22,595		0,108		-2,810		-39,540		15,703	
t-Test paired samples	-2,114		-4,665		-0,272		2,645		0,780		-3,033		-5,975		2,295	
p value (2-tailed)	0,042*		0,000***		0,787		0,012*		0,440		0,004**		0,000***		0,028*	
Painel C: Diferenças nas médias das características semânticas nas tipologias de risco																
Div. s/ futuro em RFIN - Div. s/ futuro em RNFIN																
Diferença nas médias	-41,405															
t-Test paired samples	-4,96															
p value (2-tailed)	0,000***															
Div. s/ passado em RFIN - Div. s/ passado em RNFIN																
Diferença nas médias	-14,324															
t-Test paired samples	-1,62															
p value (2-tailed)	0,113															
Div. c/ orientação temporal em RFIN - Div. c/ orientação temporal em RNFIN																
Diferença nas médias	-55,729															
t-Test paired samples	-4,19															
p value (2-tailed)	0,000***															
Div. s/ orientação temporal em RFIN - Div. s/ orientação temporal em RNFIN																
Diferença nas médias	-32,432															
t-Test paired samples	-3,17															
p value (2-tailed)	0,003**															

Legenda: RFIN: Riscos financeiros; RNFIN: Riscos não financeiros; Oper: Riscos operacionais; Capac: Riscos de capacitação; TI: Riscos de Tecnologias e de informação; Int: Riscos de integridade; Est: Riscos estratégicos.

*** significância inferior a 0,1%; ** significância inferior a 1%; * significância inferior a 5%.

Estes dados levam a validar parcialmente a hipótese nove de que não há diferenças significativas entre o número de divulgações com orientação temporal e sem orientação temporal.

Das efetuadas com orientação temporal, as divulgações que se referiam a factos futuros foram as que, em termos globais, apresentam uma média significativamente inferior, comparadas com as relativas a factos passados. A realidade das duas tipologias de risco é bastante diferente, com as divulgações de riscos financeiros a registarem uma média de divulgações sobre o passado bastante superior, e estatisticamente significativa, às divulgações sobre o futuro, enquanto nas divulgações de riscos não financeiros a diferença é bastante menor e não tem significância

estatística. Os dados conduzem-nos a validar parcialmente a hipótese de que o número de divulgações sobre o futuro é significativamente inferior ao número de divulgações sobre o passado.

Complementarmente, conforme se comprova pelos dados do painel C do Quadro 45 e do Quadro 46, a média das divulgações sobre o futuro é significativamente superior nas divulgações de riscos não financeiros, comparativamente à verificada nos de riscos financeiros, as divulgações sobre o passado, verificam uma média com o mesmo sentido mas sem significado estatístico. As divulgações efetuadas sem orientação temporal apresentavam, em 2007, nas duas tipologias de risco, uma média sensivelmente idêntica e sem significado estatístico, enquanto, em 2011, apresentavam uma média significativamente superior nos riscos não financeiros.

8.2.1.4 Conteúdos Informativos

De forma a explorar as combinações das características semânticas das divulgações, definiram-se quatro grupos diferentes de níveis de conteúdo informativo com a constituição que é descrita no Quadro 26 e testaram-se as diferenças com o teste ANOVA de medidas repetidas, conforme consta do Quadro 47 e do Quadro 48.

Tanto na análise global como por tipologias de risco o teste mostra que, dos quatro grupos de conteúdos informativos, há pelo menos um com diferenças significativas nas médias (*p value* <0,001), nos dois anos, com exceção dos riscos de capacitação.

Nas comparações emparelhadas para análise de quais os grupos de divulgações mais predominantes, o teste de *Post Hoc* (ajustamento para comparações múltiplas de Bonferroni) indica que, nas divulgações totais e nos dois anos, há diferenças significativas entre as médias das divulgações de todos os grupos (*p value* <0,05 em todas as comparações) quando comparados uns com os outros, o que permite concluir que, globalmente, as divulgações de conteúdo “reduzido” foram predominantes, seguidas das divulgações de conteúdo “bom”, das divulgações de conteúdo “moderado” e, finalmente, das divulgações de conteúdo “elevado” que foram as menos frequentes.

Quadro 47 - Resultados referentes aos níveis de conteúdo informativo das divulgações em 2007

	Div Totais		RFIN		RNFIN		Oper		Capac		TI		Int		Est	
Painel A: Frequências e médias dos conteúdos informativos																
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Div. de conteúdo elevado																
Média	22,05	9	11,81	12	10,24	7	7,11	12	0,00	0	0,00	0	0,49	2	2,65	5
Div. de conteúdo bom																
Média	74,30	31	20,14	20	54,16	39	28,00	47	0,11	25	0,76	25	1,86	7	23,43	48
Div. de conteúdo moderado																
Média	38,24	16	9,30	9	28,95	21	13,05	22	0,08	19	0,97	32	1,51	6	13,32	27
Div. de conteúdo reduzido																
Média	105,54	44	59,19	59	46,35	33	11,73	20	0,24	56	1,35	44	23,27	86	9,76	20
Painel B: Diferenças nas médias dos conteúdos informativos																
ANOVA de Medidas Repetidas (GLM)																
F (cor. de Greenhouse-Geisser)	42,224		38,220		22,032		14,700		0,565		7,420		55,787		17,598	
p value	0,000***		0,000***		0,000***		0,000***		0,507		0,001**		0,000***		0,000***	
Painel C: Diferenças nas médias dos conteúdos informativos nas tipologias de risco																
Div. de conteúdo elevado em RFIN - Div. de conteúdo elevado em RNFIN																
Diferença nas médias			1,568													
t-Test paired samples			0,706													
p value (2-tailed)			0,485													
Div. de conteúdo bom em RFIN - Div. de conteúdo bom em RNFIN																
Diferença nas médias			-34,027													
t-Test paired samples			-4,774													
p value (2-tailed)			0,000***													
Div. de conteúdo moderado em RFIN - Div. de conteúdo moderado em RNFIN																
Diferença nas médias			-19,649													
t-Test paired samples			-4,583													
p value (2-tailed)			0,000***													
Div. de conteúdo reduzido em RFIN - Div. de conteúdo reduzido em RNFIN																
Diferença nas médias			12,838													
t-Test paired samples			1,685													
p value (2-tailed)			0,101													

Legenda: RFIN: Riscos financeiros; RNFIN: Riscos não financeiros; Oper: Riscos operacionais; Capac: Riscos de capacitação; TI: Riscos de Tecnologias e de informação; Int: Riscos de integridade; Est: Riscos estratégicos.

*** significância inferior a 0,1%; ** significância inferior a 1%; * significância inferior a 5%.

Quadro 48 - Resultados referentes aos níveis de conteúdo informativo das divulgações em 2011

	Div Totais		RFIN		RNFIN		Oper		Capac		TI		Int		Est	
Painel A: Frequências e médias dos conteúdos informativos																
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Div. de conteúdo elevado																
Média	27,78	8	15,70	13	12,08	6	9,16	10	0,00	0	0,03	0	0,46	1	2,43	4
Div. de conteúdo bom																
Média	96,22	29	24,27	20	71,95	34	38,00	43	0,11	29	1,14	17	4,22	8	28,49	45
Div. de conteúdo moderado																
Média	66,19	20	15,00	12	51,19	24	22,65	26	0,24	64	2,68	39	4,14	8	21,49	34
Div. de conteúdo reduzido																
Média	144,68	43	68,38	55	76,30	36	17,86	20	0,03	7	2,97	44	44,62	84	10,81	17
Painel B: Diferenças nas médias dos conteúdos informativos																
ANOVA de Medidas Repetidas (GLM)																
F (cor. de Greenhouse-Geisser)	32,379		58,847		16,128		11,761		2,623		8,902		39,271		13,432	
p value	0,000***		0,000***		0,000***		0,000***		0,227		0,000***		0,000***		0,000***	
Painel C: Diferenças nas médias dos conteúdos informativos nas tipologias de risco																
Div. de conteúdo elevado em RFIN - Div. de conteúdo elevado em RNFIN																
Diferença nas médias			3,622													
t-Test paired samples			1,387													
p value (2-tailed)			0,174													
Div. de conteúdo bom em RFIN - Div. de conteúdo bom em RNFIN																
Diferença nas médias			-47,676													
t-Test paired samples			-4,767													
p value (2-tailed)			0,000***													
Div. de conteúdo moderado em RFIN - Div. de conteúdo moderado em RNFIN																
Diferença nas médias			-36,189													
t-Test paired samples			-4,835													
p value (2-tailed)			0,000***													
Div. de conteúdo reduzido em RFIN - Div. de conteúdo reduzido em RNFIN																
Diferença nas médias			-7,919													
t-Test paired samples			-0,949													
p value (2-tailed)			0,349													

Legenda: RFIN: Riscos financeiros; RNFIN: Riscos não financeiros; Oper: Riscos operacionais; Capac: Riscos de capacitação; TI: Riscos de Tecnologias e de informação; Int: Riscos de integridade; Est: Riscos estratégicos.

*** significância inferior a 0,1%; ** significância inferior a 1%; * significância inferior a 5%.

Analisando separadamente as várias tipologias de risco, nas divulgações de riscos financeiros e nos dois anos, predominam também as divulgações de conteúdo “reduzido”, seguidas das divulgações de conteúdo “bom” e, conjuntamente, dos grupos de conteúdo “moderado” e “elevado” entre os quais não se verificou uma diferença média de divulgações com significado estatístico ($p\text{ value} > 0,05$).

Nas divulgações de riscos operacionais, em 2007, as de conteúdo “bom” verificaram uma média significativamente superior à de qualquer dos outros três grupos que, por sua vez, não apresentam médias de divulgação diferentes entre si, podendo apenas concluir-se que, nesta tipologia de risco, predominaram as divulgações de conteúdo “bom”. Em 2011 as de conteúdo “bom” foram, também, as mais divulgadas, com uma média significativamente superior à de qualquer dos outros grupos ($p\text{ value} < 0,05$), as de conteúdo “moderado” apresentam uma média significativamente superior às de conteúdo “elevado”, mas não estatisticamente superior à de

conteúdo “reduzido” e estas não apresentam diferenças significativas em relação às de conteúdo “moderado” nem de conteúdo “elevado”.

Nas divulgações de riscos de tecnologias de informação, em 2007, não se verificaram divulgações de conteúdo “elevado” e entre os outros três grupos as diferenças entre as médias das divulgações não foi estatisticamente significativa sendo que, em 2001, as de conteúdo “elevado” foram muito reduzidas e significativamente inferiores às de qualquer dos outros grupos e as de conteúdo “reduzido” foram superiores às de conteúdo “bom” e não apresentaram diferença significativa com as de conteúdo “moderado”.

Nas divulgações de riscos de integridade, onde são classificadas as divulgações de conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão do risco, relativamente a todos os riscos não financeiros, em qualquer dos anos as de conteúdo reduzido foram as significativamente mais divulgadas, não se observando diferenças, em 2007, nas médias das divulgações de conteúdo “bom” e “moderado” sendo, neste ano, as de conteúdo “elevado” as menos divulgadas. Em 2011 não se registaram diferenças significativas entre as médias das divulgações dos restantes grupos de conteúdo informativo.

Nas divulgações de riscos estratégicos, em 2007, as de conteúdo “bom” foram as mais divulgadas com diferenças significativas em relação a qualquer dos outros grupos, as de conteúdo “elevado” foram as menos divulgadas, também com diferenças significativas em relação aos outros grupos, não se verificando diferenças com significado estatístico nas divulgações de conteúdo “moderado” e “reduzido”. Em 2011, não se verificaram diferenças significativas nas médias das divulgações de conteúdo “bom” e “moderado”, grupos que verificaram a maior média de divulgações, seguindo-se, com significado estatístico, as divulgações de conteúdo “reduzido” sendo as de conteúdo “elevado” as menos divulgadas.

Na globalidade dos riscos não financeiros, em 2007, as divulgações de conteúdo “reduzido” não revelaram diferenças significativas relativamente às divulgações de conteúdo “bom” e qualquer destes grupos verifica uma média de divulgações significativamente superior às de conteúdo “moderado” e “elevado”, sendo estas últimas as que verificaram uma média significativamente inferior às de todos os outros grupos. Em 2011, as de conteúdo “reduzido” verificaram uma média de divulgação superior à de qualquer dos outros grupos e, entre estes, as diferenças não foram significativas.

Os dados anteriores permitem validar a hipótese 11 de que o número de divulgações de diferentes conteúdos informativos é significativamente diferente.

Os dados do painel C do Quadro 47 e do Quadro 48 permitem, igualmente, concluir que as divulgações de conteúdo informativo elevado e as de conteúdo informativo reduzido não apresentam, em média, diferenças significativas nos riscos financeiros e nos não financeiros enquanto as divulgações de conteúdo informativo bom e moderado são significativamente superiores nos riscos não financeiros.

8.2.1.5 Locais do relatório anual

Os dados relativos ao número de divulgações nos diferentes locais dos relatórios onde a informação foi recolhida constam do Quadro 49 e do Quadro 50. A análise de conteúdo foi efetuada em quatro locais, sendo dois deles, o capítulo “*Risk Factors*” e o capítulo “*Outlook*”, parte integrante do “Relatório de Gestão” (nas diferentes terminologias de *Management Discussion e Analysis* ou *Management Report*) pelo que, embora se apresentem os dados individuais, se procedeu à agregação das divulgações verificadas nestes dois locais para evidenciar as efetuadas no “Relatório de Gestão”, cujas médias de divulgação são comparadas com as efetuadas no relatório de governo corporativo e no anexo recorrendo ao teste ANOVA de medidas repetidas.

Nos dois anos e para todas as tipologias de risco, com exceção dos riscos de capacitação, o teste indica a existências de, pelo menos, um local com média de divulgações diferentes dos outros (em todos os casos com um *p value* <0.05).

Os resultados do teste *Post Hoc* (ajustamento para comparações múltiplas de Bonferroni) permitem identificar os locais que verificaram maiores médias de divulgação. Nas divulgações totais, e nos dois anos, a média de divulgações efetuadas no relatório de gestão foi significativamente superior à efetuada no anexo e média das efetuadas no anexo foi significativamente superior à das efetuadas nos relatórios de governo corporativo.

Na análise segmentada por tipologias de risco, relativamente às divulgações de riscos financeiros, em 2007, a média das efetuadas no anexo, embora superior, não é significativamente diferente das efetuadas no relatório de gestão e as das efetuadas nestes dois locais são significativamente superiores à das efetuadas no relatório de governo corporativo. Em 2011, nas divulgações de riscos financeiros, a média das divulgações efetuadas no anexo foi significativamente superior à

média das efetuadas no relatório de gestão e esta, por sua vez, significativamente superior à médias das efetuadas no relatório de governo corporativo.

Quadro 49 - Resultados referentes às divulgações por locais e tipologia de risco do relatório anual em 2007

	Div Totais		RFIN		RNFIN		Oper		Capac		TI		Int		Est	
Painel A: Frequências e médias das divulgações nos "locais"																
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Div. no capítulo "Risk Factors"																
Média	114,32	48	36,08	36	78,24	56	32,19	54	0,32	75	2,70	88	12,68	47	30,35	62
Div. no capítulo "Outlook"																
Média	35,05	15	2,32	2	32,73	23	18,08	30	0,05	13	0,00	0	0,00	0	14,59	30
Div. no capítulo "Relatório de Gestão"																
Média	149,38	62	38,41	38	110,97	79	50,27	84	0,38	88	2,70	88	12,68	47	44,95	91
Div. no capítulo "Governo Corporativo"																
Média	22,97	10	4,35	4	18,62	13	1,19	2	0,05	13	0,38	12	13,65	50	3,35	7
Div. no "Anexo"																
Média	67,78	28	57,68	57	10,11	7	8,43	14	0,00	0	0,00	0	0,81	3	0,86	2
Painel B: Diferenças nas médias dos locais "relatório de gestão", "governo corporativo" e "anexo"																
ANOVA de Medidas Repetidas (GLM)																
F (cor. de Greenhouse-Geisser)	34,775		22,528		46,853		48,246		1,793		14,450		10,948		47,104	
p value	0,000***		0,000***		0,000***		0,000***		0,189		0,000***		0,000***		0,000***	
Painel C: Diferenças nas médias dos "locais" nas tipologias de risco																
Div. no "relatório de gestão" em RFIN - Div. no "relatório de gestão" em RNFIN																
Diferença nas médias	-72,568															
t-Test paired samples	-6,319															
p value (2-tailed)	0,000***															
Div. no "relatório de governo corporativo" em RFIN - Div. no "relatório de governo corporativo" em RNFIN																
Diferença nas médias	-14,270															
t-Test paired samples	-4,046															
p value (2-tailed)	0,000***															
Div. no "anexo" em RFIN - Div. no "anexo" em RNFIN																
Diferença nas médias	47,568															
t-Test paired samples	5,549															
p value (2-tailed)	0,000***															

Legenda: RFIN: Riscos financeiros; RNFIN: Riscos não financeiros; Oper: Riscos operacionais; Capac: Riscos de capacitação; TI: Riscos de Tecnologias e de informação; Int: Riscos de integridade; Est: Riscos estratégicos.

*** significância inferior a 0,1%; ** significância inferior a 1%; * significância inferior a 5%.

Quadro 50 - Resultados referentes às divulgações por locais e tipologia de risco do relatório anual em 2011

	Div Totais		RFIN		RNFIN		Oper		Capac		TI		Int		Est	
Painel A: Frequências e médias das divulgações nos "locais"																
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Div. no capítulo "Risk Factors"																
Média	171,38	51	41,59	34	129,78	61	52,89	60	0,38	100	6,27	92	28,54	53	41,70	66
Div. no capítulo "Outlook"																
Média	38,86	12	2,38	2	36,49	17	18,14	21	0,00	0	0,05	1	0,00	0	18,30	29
Div. no capítulo "Relatório de Gestão"																
Média	210,24	63	43,97	36	166,27	79	71,03	81	0,38	100	6,32	93	28,54	53	60,00	95
Div. no capítulo "Governo Corporativo"																
Média	31,81	9	4,35	4	27,46	13	1,46	2	0,00	0	0,49	7	22,92	43	2,59	4
Div. no "Anexo"																
Média	92,81	28	75,03	61	17,78	8	15,19	17	0,00	0	0,00	0	1,97	4	0,62	1
Painel B: Diferenças nas médias dos locais "relatório de gestão", "governo corporativo" e "anexo"																
ANOVA de Medidas Repetidas (GLM)																
F (cor. de Greenhouse-Geisser)	45,887		56,138		50,284		39,210		2,623		13,283		11,183		57,946	
p value	0,000***		0,000***		0,000***		0,000***		0,114		0,001**		0,000***		0,000***	
Painel C: Diferenças nas médias dos "locais" nas tipologias de risco																
Div. no "relatório de gestão" em RFIN - Div. no relatório de gestão" em RNFIN																
Diferença nas médias	-122,297															
t-Test paired samples	-7,528															
p value (2-tailed)	0,000***															
Div. no "relatório de governo corporativo" em RFIN - Div. no "relatório de governo corporativo" em RNFIN																
Diferença nas médias	-23,108															
t-Test paired samples	-4,815															
p value (2-tailed)	0,000***															
Div. no "anexo" em RFIN - Div. no "anexo" em RNFIN																
Diferença nas médias	57,243															
t-Test paired samples	6,048															
p value (2-tailed)	0,000***															

Legenda: RFIN: Riscos financeiros; RNFIN: Riscos não financeiros; Oper: Riscos operacionais; Capac: Riscos de capacitação; TI: Riscos de Tecnologias e de informação; Int: Riscos de integridade; Est: Riscos estratégicos.

*** significância inferior a 0,1%; ** significância inferior a 1%; * significância inferior a 5%.

As divulgações de riscos operacionais efetuadas no relatório de gestão mostram, nos dois anos, uma média significativamente superior às efetuadas nos outros locais mas, em 2007, a média das efetuadas no anexo foi significativamente superior à média das efetuadas no relatório de governo corporativo enquanto, em 2011, a diferenças das médias das divulgações efetuadas no anexo e no relatório de governo corporativo não apresenta significância estatística.

A média das divulgações de riscos de tecnologias de informação efetuadas no relatório de gestão, nos dois anos, é significativamente superior à das efetuadas, tanto no anexo como no relatório de governo corporativo, não existindo diferenças significativas entre as médias das divulgações desta tipologia de risco efetuadas no anexo e no relatório de governo corporativo.

A média das divulgações de riscos de integridade efetuadas no relatório de gestão não é, nos dois anos, significativamente diferente da média das efetuadas no relatório de governo corporativo e a

média das divulgações efetuadas no anexo é significativamente inferior às efetuadas nos outros dois locais.

A média das divulgações de riscos estratégicos efetuadas no relatório de gestão é significativamente superior às médias das divulgações desta tipologia de risco efetuadas tanto no relatório de governo corporativo como no anexo, não existindo diferenças significativas entre as divulgações efetuadas nestes dois últimos locais.

Globalmente, nas tipologias de riscos não financeiros e nos dois anos, as divulgações fazem-se, em média, significativa e maioritariamente no relatório de gestão, não havendo diferenças significativas nas médias das divulgações efetuadas no anexo e no relatório de governo corporativo.

Estes dados validam parcialmente a hipótese doze, que refere que o número de divulgações em cada local do relatório anual não é significativamente diferente.

Dos dados constantes no painel C do Quadro 49 e do Quadro 50 pode concluir-se que, tanto no “Relatório de Gestão” como no “Relatório de Governo Corporativo”, são divulgados, em média, mais riscos não financeiros e no “Anexo” são divulgados, em média, mais riscos financeiros.

Para complementar a análise investigou-se, também, o tipo de divulgações efetuadas nos diferentes locais, dados a que se referem o Quadro 51 e do Quadro 52.

Os testes ANOVA de medidas repetidas indicam, em 2007, que há, pelo menos, um dos locais do relatório anual com médias diferentes dos outros ($p \text{ value} < 0,05$) para as divulgações de fatores de risco (RF) e de gestão do risco (RM), não havendo diferenças significativas entre as médias ($p \text{ value} > 0,05$) das divulgações de conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão do risco (CF) efetuadas nos três locais do relatório anual. Em 2011, em todos os tipos de divulgação que há pelo menos um dos locais do relatório anual com médias de divulgação diferentes dos outros ($p \text{ value} < 0,05$).

Quadro 51 - Resultados referentes às divulgações por locais do relatório anual e tipo de divulgação em 2007

	Div Totais		RF		RM		R (RF+RM)		Conf	
Painel A: Frequências e médias das divulgações nos "locais"										
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Div. no capítulo "Risk Factors"										
Média	114,32	48	77,73	50	22,03	47	99,76	50	14,57	37
Div. no capítulo "Outlook"										
Média	35,05	15	34,38	22	0,68	1	35,05	17	0,00	0
Div. no capítulo "Relatório de Gestão"										
Média	149,38	62	112,11	73	22,70	49	134,81	67	14,57	37
Div. no capítulo "Governo Corporativo"										
Média	22,97	10	3,16	2	4,38	9	7,54	4	15,43	39
Div. no "Anexo"										
Média	67,78	28	38,89	25	19,54	42	58,43	29	9,35	24
Painel B: Diferenças nas médias dos locais "relatório de gestão", "governo corporativo" e "anexo"										
ANOVA de Medidas Repetidas (GLM)										
F (cor. de Greenhouse-Geisser)	34,775		51,373		7,615		45,565		1,817	
p value	0,000***		0,000***		0,002**		0,000***		0,175	
Painel C: Diferenças nas médias dos "locais" nos tipos de divulgação										
Div. no "relatório de gestão" em div. de risco (R) - Div. "no relatório de gestão" em div. de conformidade (conf)										
Diferença nas médias	120,243									
t-Test paired samples	9,446									
p value (2-tailed)	0,000***									
Div. no "relatório de governo corporativo" em div. R - Div. no "relatório de governo corporativo" em Div. de Conf.										
Diferença nas médias	-7,892									
t-Test paired samples	-2,076									
p value (2-tailed)	0,045*									
Div. no "anexo" em div. R - Div. no "anexo" em div. de Conf.										
Diferença nas médias	49,081									
t-Test paired samples	6,915									
p value (2-tailed)	0,000***									

Legenda: RF: Divulgações de fatores de risco; RM: Divulgações de gestão de risco; R: Divulgações de risco (de fatores de risco + de gestão de risco); Conf: Divulgações de conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão do risco.

*** significância inferior a 0,1%; ** significância inferior a 1%; * significância inferior a 5%.

Os testes *Post Hoc* (ajustamento para comparações múltiplas de Bonferroni) indicam que, também nos dois anos, se verificam diferenças significativas entre as médias das divulgações de fatores de risco em cada um dos locais, quando comparadas com as dos outros, o que permite concluir que as divulgações deste tipo se efetuam maioritariamente no relatório de gestão, seguindo-se o anexo, sendo o relatório de governo corporativo o local onde são menos frequentes.

Para as divulgações de gestão de risco os resultados dos testes indicam, nos dois anos, não haver diferenças significativas entre as médias das efetuadas no relatório de gestão e no anexo, mas a média das efetuadas em cada um destes locais é significativamente superior à média das efetuadas no relatório de governo corporativo, podendo concluir-se que as divulgações de gestão de risco são maioritariamente efetuadas tanto no relatório de gestão como no anexo, sendo o relatório de governo corporativo o local onde são menos efetuadas.

Quadro 52 - Resultados referentes às divulgações por locais do relatório anual e tipo de divulgação em 2011

	Div Totais		RF		RM		R (RF+RM)		Conf	
Painel A: Frequências e médias das divulgações nos "locais"										
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Div. no capítulo "Risk Factors"										
Média	171,38	51	115,32	53	29,27	54	144,59	53	26,78	43
Div. no capítulo "Outlook"										
Média	38,86	12	38,51	18	0,35	1	38,86	14	0,00	0
Div. no capítulo "Relatório de Gestão"										
Média	210,24	63	153,84	71	29,62	55	183,46	67	26,78	43
Div. no capítulo "Governo Corporativo"										
Média	31,81	9	4,35	2	2,89	5	7,24	3	24,57	39
Div. no "Anexo"										
Média	92,81	28	59,68	27	21,76	40	81,43	30	11,38	18
Painel B: Diferenças nas médias dos locais "relatório de gestão", "governo corporativo" e "anexo"										
ANOVA de Medidas Repetidas (GLM)										
F (cor. de Greenhouse-Geisser)	45,887		57,713		22,490		63,220		3,805	
p value	0,000***		0,000***		0,000***		0,000***		0,033*	
Painel C: Diferenças nas médias dos "locais" nos tipos de divulgação										
Div. no "relatório de gestão" em div. de risco (R) - Div. "no relatório de gestão" em div. de conformidade (conf)										
Diferença nas médias	156,676									
t-Test paired samples	9,751									
p value (2-tailed)	0,000***									
Div. no "relatório de governo corporativo" em div. R - Div. no "relatório de governo corporativo" em Div. de Conf.										
Diferença nas médias	-17,324									
t-Test paired samples	-2,850									
p value (2-tailed)	0,007*									
Div. no "anexo" em div. R - Div. no "anexo" em div. de Conf.										
Diferença nas médias	70,054									
t-Test paired samples	7,888									
p value (2-tailed)	0,000***									

Legenda: RF: Divulgações de fatores de risco; RM: Divulgações de gestão de risco; R: Divulgações de risco (de fatores de risco + de gestão de risco); Conf: Divulgações de conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão do risco.

*** significância inferior a 0,1%; ** significância inferior a 1%; * significância inferior a 5%.

As divulgações de conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão do risco, em 2007, como já se referiu, foram divulgadas nos três locais do relatório anual sem diferenças significativas e, em 2011, o teste de *Post Hoc* indica a existência de diferenças significativas entre a média das divulgações efetuadas no relatório de gestão e no anexo mas não entre as efetuadas no relatório de gestão e no relatório de governo corporativo. Por sua vez, não há diferenças entre a média das divulgações efetuadas no governo corporativo e qualquer dos outros dois locais pelo que se pode concluir que, neste ano, este tipo de divulgação apenas não é efetuada de igual forma no relatório de gestão e no anexo.

8.2.1.6 Divulgações por grupos de países

A análise dos dados, constantes do Quadro 53 e do Quadro 54, referentes às divulgações efetuadas pelas empresas dos três grupos de países permite conclusões diferentes para cada um dos anos estudados.

Quadro 53 - Resultados referentes às divulgações por grupos de países em 2007

	Div Totais	RFIN	RNFIN
<i>Painel A: Frequências e médias das divulgações por grupos de países</i>			
Países francófonos			
Média	201,176	90,353	110,824
Países germânicos			
Média	315,000	123,286	191,714
Países latinos			
Média	175,833	75,667	100,167
<i>Painel B: Diferenças nas médias das divulgações dos grupos de países</i>			
<i>One way ANOVA</i>			
F	5,967		5,752
p value	0,006*		0,007*
<i>Kruskall Wallis (Ind. Simples)</i>			
p value		5,981	0,05

Legenda: RFIN: Riscos financeiros; RNFIN: Riscos não financeiros;

*** significância inferior a 0,1%; ** significância inferior a 1%; * significância inferior a 5%.

Os testes de comparação das divulgações das empresas dos três grupos de países indicam diferenças significativas entre a média das divulgações e pelo menos um grupo de países relativamente aos outros nas divulgações totais e nas divulgações de riscos não financeiros, sendo que para a tipologia de risco financeiro, onde o pressuposto da normalidade foi violado, não se verificam diferenças significativas entre as médias de divulgação dos três grupos de países.

Nas divulgações totais e nas divulgações de riscos não financeiros a análise complementar dos “*post hoc*”, efetuada por recurso ao teste de Bonferroni, permite concluir, nos dois casos, que a média das divulgações das empresas dos países germânicos é significativamente diferente da média das empresas dos países francófonos e da média das empresas dos países latinos, mas que não há diferenças estatisticamente significativas entre as médias das divulgações destes dois últimos grupos de países.

Quadro 54 - Resultados referentes às divulgações por grupos de países em 2011

	Div Totais	RFIN	RNFIN
<i>Painel A: Frequências e médias das divulgações por grupos de países</i>			
Países francófonos			
Média	309,824	115,059	194,765
Países germânicos			
Média	393,643	142,500	251,143
Países latinos			
Média	268,667	102,167	166,500
<i>Painel B: Diferenças nas médias das divulgações dos grupos de países</i>			
<i>One way ANOVA</i>			
F		1,780	
p value		0,184	
<i>Kruskall Wallis (Ind. Simples)</i>	4,415		3,978
p value	0,110		0,137

Legenda: RFIN: Riscos financeiros; RNFIN: Riscos não financeiros;

*** significância inferior a 0,1%; ** significância inferior a 1%; * significância inferior a 5%.

No ano de 2011, verificou-se a violação dos pressupostos da normalidade nas divulgações totais e nas da tipologia de riscos não financeiros pelo que, nestes casos, foi aplicado o teste não paramétrico. Os resultados dos testes indicam não haver diferenças significativas entre as médias das divulgações efetuadas pelas empresas dos três grupos de países, tanto em termos globais como nas duas tipologias de risco.

Estes dados permitem validar parcialmente a hipótese 13 de que o número de divulgações é significativamente diferente nos diferentes grupos de países.

8.2.1.7 Divulgações por setores de atividade

No que respeita aos setores de atividade, uma vez agrupadas as empresas por atividade industrial e não industrial procedeu-se à comparação das médias das divulgações dos dois grupos por recurso ao Teste T para amostras independentes, após prévia verificação dos pressupostos da normalidade das distribuições das variáveis pelo teste de Kolomogorov-Smirnov, com a correção de Lilliefors e a homogeneidade das variâncias, pelo teste de Levene.

Quadro 55 - Resultados referentes às divulgações por setores de atividade em 2007

	Div Totais	RFIN	RNFIN
<i>Painel A: Frequências e médias das divulgações por grupos</i>			
Empresas industriais			
Média	239,739	106,522	133,217
Empresas não industriais			
Média	240,786	90,429	150,357
<i>Painel B: Diferenças nas médias das divulgações dos grupos</i>			
<i>Independent Samples T test</i>			
T	-0,026		-0,610
p value	0,979		0,546
<i>Independent Samples Mann-Whitney U test</i>			
U		180,5	
p value		0,546	

Legenda: RFIN: Riscos financeiros; RNFIN: Riscos não financeiros;

*** significância inferior a 0,1%; ** significância inferior a 1%; * significância inferior a 5%.

Quadro 56 - Resultados referentes às divulgações por setores de atividade em 2011

	Div Totais	RFIN	RNFIN
<i>Painel A: Frequências e médias das divulgações por grupos</i>			
Empresas industriais			
Média	334,522	123,261	211,261
Empresas não industriais			
Média	335,429	123,500	211,929
<i>Painel B: Diferenças nas médias das divulgações dos grupos</i>			
<i>Independent Samples T test</i>			
T	-0,016	-0,014	
p value	0,987	0,989	
<i>Independent Samples Mann-Whitney U test</i>			
U			167,5
p value			0,841

Legenda: RFIN: Riscos financeiros; RNFIN: Riscos não financeiros;

*** significância inferior a 0,1%; ** significância inferior a 1%; * significância inferior a 5%.

De acordo com os dados do painel B do Quadro 55e do Quadro 56 conclui-se que, em qualquer dos anos, as empresas de setores industriais não revelaram diferenças estatisticamente significativas nas médias de divulgações totais, relativamente às empresas de setores não industriais, verificando-se o mesmo tanto nas divulgações de riscos financeiros como de não financeiros.

Estes resultados conduzem a não validar a hipótese catorze de que o número de divulgações relacionadas com o risco é significativamente diferente nos diferentes setores de atividade.

8.2.1.8 Divulgações e cotação simultânea nos EUA

Em 2007 as empresas da amostra cotadas simultaneamente nos EUA, efetuaram, em média, mais divulgações relacionadas com o risco do que as empresas não cotadas simultaneamente nos EUA, tanto em termos globais como na tipologia de riscos não financeiros. Na tipologia de riscos financeiros (onde o pressuposto da normalidade foi violado e, portanto, efetuado o teste não paramétrico) não se verificaram diferenças significativas nas divulgações das empresas cotadas e não cotadas nos EUA, como se observa pelos dados do painel B do Quadro 57.

Quadro 57 - Resultados referentes às divulgações por cotação simultânea nos EUA em 2007

	Div Totais	RFIN	RNFIN
<i>Painel A: Frequências e médias das divulgações por grupos</i>			
Não cotadas nos EUA			
Média	202,217	85,522	116,696
Cotadas nos EUA			
Média	302,429	124,929	177,500
<i>Painel B: Diferenças nas médias das divulgações dos grupos</i>			
<i>Independent Samples T test</i>			
T	-2,733		-2,311
p value	0,010*		0,027*
<i>Independent Samples Mann-Whitney U test</i>			
U		214,5	
p value		0,094	

Legenda: RFIN: Riscos financeiros; RNFIN: Riscos não financeiros;

*** significância inferior a 0,1%; ** significância inferior a 1%; * significância inferior a 5%.

Quadro 58 - Resultados referentes às divulgações por cotação simultânea nos EUA em 2011

	Div Totais	RFIN	RNFIN
<i>Painel A: Frequências e médias das divulgações por grupos</i>			
Não cotadas nos EUA			
Média	315,087	118,652	196,435
Cotadas nos EUA			
Média	367,357	131,071	236,286
<i>Painel B: Diferenças nas médias das divulgações dos grupos</i>			
<i>Independent Samples T test</i>			
T		-0,709	
p value		0,483	
<i>Independent Samples Mann-Whitney U test</i>			
U	139,000		193,000
p value	0,244		0,328

Legenda: RFIN: Riscos financeiros; RNFIN: Riscos não financeiros;

*** significância inferior a 0,1%; ** significância inferior a 1%; * significância inferior a 5%.

Esta situação alterou-se em 2011 uma vez que não se verificam diferenças significativas nas médias de divulgações das empresas cotadas, em simultâneo, nos EUA quando comparadas com as das empresas não cotadas, tanto nas divulgações totais como nas duas tipologias de risco, conforme se constata no Quadro 58.

Estes dados não permitem validar a hipótese quinze que previa que o número de divulgações das empresas cotadas, em simultâneo, nos EUA é significativamente superior ao número de divulgações das empresas não cotadas nos EUA.

O Quadro 59 resume o resultado da validação das hipóteses relacionadas com o primeiro objetivo do trabalho, de caracterizar a forma como são efetuadas as divulgações relacionadas com o risco.

Quadro 59 - Resumo dos resultados da validação das hipóteses relativas ao primeiro objetivo

Hipótese	Resultado
H1 – Não há diferenças significativas entre o número de divulgações relacionadas com o risco das diferentes tipologias de risco.	Não validada
H2 – O número de divulgações relacionadas com os riscos financeiros é significativamente inferior ao número de divulgações relacionadas com os riscos não financeiros	Validada
H3 – O número de divulgações dos diferentes tipos é significativamente diferente	Parcialmente Validada
H4 – O número de divulgações relativas a fatores de risco e gestão os riscos é significativamente superior ao número de divulgações relativas a conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão dos riscos	Validada
H5 – O número de divulgações relativas a fatores de risco é significativamente superior ao número de divulgações relativas à gestão dos riscos	Validada
H6 – O número de divulgações efetuadas de forma quantificada é significativamente inferior ao número de divulgações efetuadas de forma não quantificada	Validada
H7 – O número de divulgações com impacto não é significativamente diferente do número de divulgações sem impacto	Parcialmente Validada
H8 – O número de divulgações com impacto positivo não é significativamente diferentes do número de divulgações com impacto negativo	Parcialmente Validada
H9 – O número de divulgações sem orientação temporal não é significativamente diferente do número de divulgações com orientação temporal	Parcialmente Validada
H10 – O número de divulgações relativas ao futuro é significativamente inferior ao número de divulgações relativas ao passado	Parcialmente Validada
H11 – O número de divulgações de diferentes conteúdos informativos é significativamente diferente	Validada
H12 – O número de divulgações em cada local do relatório anual não é significativamente diferente	Parcialmente Validada
H13 – O número de divulgações é significativamente diferente nos diferentes grupos de países.	Parcialmente Validada
H14 - O número de divulgações relacionadas com o risco é significativamente diferente nos diferentes setores de atividade	Não validada
H15 – O número de divulgações das empresas cotadas simultaneamente nos EUA é significativamente superior ao número de divulgações das empresas não cotadas simultaneamente nos EUA	Não validada

8.2.2 Validação das hipóteses relativas à comparação entre as divulgações dos anos de 2007 e de 2011

Para responder ao segundo objetivo do trabalho e validar as respectivas hipóteses, procedeu-se à comparação das divulgações efetuadas pelas empresas da amostra nos dois anos observados, tanto em termos globais como nas diferentes dimensões analisadas.

As comparações das variáveis nos dois anos, uma vez que se está perante diferentes observações aos mesmos sujeitos em momentos diferentes, foram efetuadas por recurso ao teste T para amostras emparelhadas.

O número total (e a média) de divulgações das empresas da amostra aumentou de forma estatisticamente significativa ($p\text{ value} < 0,001$), de 8.885 (240,135), em 2007, para 12.390 (334,865), em 2011, representando um acréscimo de 39 %.

Quadro 60 - Variação no número de divulgações totais e das tipologias de risco entre 2007 e 2011

	Total	RFIN	RNFIN	Oper	Capac	TI	Int	Est
Total em 2007	8.885	3.716	5.169	2.216	16	114	1.004	1.819
Total em 2011	12.390	4.564	7.826	3.244	14	252	1.977	2.339
Média em 2007	240,135	100,432	139,703	59,892	0,432	3,081	27,135	49,162
Média em 2011	334,865	123,351	211,514	87,676	0,378	6,811	53,432	63,216
Variação em %	39%	23%	51%	46%	-13%	121%	97%	29%
t-Test paired samples	-4,706	-2,947	-4,447	-2,603	0,163	-2,388	-4,934	-2,214
<i>p value (2-tailed)</i>	0,000***	0,006*	0,000***	0,013*	0,871	0,022*	0,000***	0,033*

Legenda: RFIN: Riscos financeiros; RNFIN: Riscos não financeiros; Oper: Riscos operacionais; Capac: Riscos de capacitação; TI: Riscos de Tecnologias e de informação; Int: Riscos de integridade; Est: Riscos estratégicos.

*** significância inferior a 0,1%; ** significância inferior a 1%; * significância inferior a 5%.

Este aumento no número total de divulgações verificou-se, de forma mais evidente, nas divulgações de riscos não financeiros, que cresceram cerca de 51%, do que nas divulgações de riscos financeiros, que cresceram cerca de 23%. Com exceção das divulgações de riscos de capacitação, que verificam uma casuística muito reduzida, o crescimento é estatisticamente significativo nas divulgações de todas as tipologias de risco.

Estes resultados permitem validar a hipótese de que o número de divulgações relacionadas com o risco efetuadas no ano de 2011 é significativamente superior ao número de divulgações relacionadas com o risco efetuadas no ano de 2007.

Analisando os vários tipos de divulgação, a maior variação verificou-se nas divulgações de conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão de risco, cerca de 59%, seguida da verificada nas divulgações de fatores de risco, cerca de 41%, e, finalmente nas de gestão de risco, cerca de 16%.

As divulgações relativas a fatores de risco cresceram mais nas divulgações de riscos não financeiros do que nas de riscos financeiros, situação que se verifica também, de forma ainda mais acentuada, nas divulgações de gestão de risco e em particular nas de conformidade dos sistemas.

Quadro 61 - Variação no número do tipo de divulgações entre 2007 e 2011

	Div Totais	RFIN	RNFIN	Oper	Capac	TI	Int	Est
Divulgações de fatores de risco								
Média 2007	154,200	50,800	103,400	52,300	0,200	2,100	4,500	44,400
Média 2011	217,865	68,027	149,938	77,027	0,378	4,432	9,676	58,324
Variação em %	41%	34%	45%	47%	89%	111%	115%	31%
t-Test paired samples	-3,613	-3,869	-3,156	-2,332	-0,865	-2,170	-2,105	-2,401
<i>p value (2-tailed)</i>	0,001**	0,000***	0,003**	0,025*	0,393	0,037*	0,042*	0,022*
Div. de gestão de risco								
Média 2007	46,600	31,900	14,700	7,600	0,200	1,000	1,100	4,800
Média 2011	54,270	33,405	20,865	10,649	0,000	2,378	2,946	4,892
Variação em %	16%	5%	42%	40%	-100%	138%	168%	2%
t-Test paired samples	-1,504	-0,345	-2,274	-2,282	1,000	-2,500	-2,406	-0,049
<i>p value (2-tailed)</i>	0,141	0,732	0,029*	0,029*	0,324	0,017*	0,021*	0,961
Div. de riscos (fatores + gestão)								
Média 2007	200,800	82,700	118,100	59,900	0,400	3,100	5,500	49,200
Média 2011	272,140	101,432	170,703	87,676	0,378	6,811	12,622	63,216
Variação em %	36%	23%	45%	46%	-6%	120%	129%	28%
t-Test paired samples	-3,722	-2,458	-3,511	-2,603	0,163	-2,388	-2,755	-2,214
<i>p value (2-tailed)</i>	0,001**	0,019**	0,001**	0,013**	0,871	0,022*	0,009**	0,033*
Div. de conformidade dos sistemas								
Média 2007	39,400	17,800	21,600	0,000	0,000	0,000	21,600	0,000
Média 2011	62,730	21,919	40,811	0,000	0,000	0,000	40,811	0,000
Variação em %	59%	23%	89%				89%	
t-Test paired samples	-3,829	-2,138	-3,768				-3,768	
<i>p value (2-tailed)</i>	0,000***	0,039*	0,001**				0,001**	

Legenda: RFIN: Riscos financeiros; RNFIN: Riscos não financeiros; Oper: Riscos operacionais; Capac: Riscos de capacitação; TI: Riscos de Tecnologias e de informação; Int: Riscos de integridade; Est: Riscos estratégicos.

*** significância inferior a 0,1%; ** significância inferior a 1%; * significância inferior a 5%.

Relativamente às diferenças verificadas na quantificação, a variação nas divulgações efetuadas de forma não quantificada, cerca de 42%, foi superior à verificada nas efetuadas de forma quantificada, cerca de 25%.

A variação nas divulgações não quantificadas foi superior nas divulgações de riscos não financeiros, enquanto a variação nas divulgações quantificadas foi superior nas divulgações de riscos financeiros.

Quadro 62 - Variação no número de divulgações por características semânticas entre 2007 e 2011 – quantificação

	Div Totais	RFIN	RNFIN	Oper	Capac	TI	Int	Est
Div. quantificadas								
Média 2007	32,541	20,838	11,703	7,784	0,000	0,000	0,486	3,432
Média 2011	40,676	26,459	14,216	10,351	0,000	0,027	0,838	3,000
Variação em %	25%	27%	21%	33%			72%	-13%
t-Test paired samples	-2,389	-2,522	-1,203	-1,381		-1,000	-1,573	0,445
<i>p value (2-tailed)</i>	0,022*	0,015*	0,237	0,176		0,324	0,124	0,659
Div. não quantificadas								
Média 2007	207,595	79,595	128,000	52,108	0,432	3,081	26,649	45,730
Média 2011	294,189	96,892	197,297	77,324	0,378	6,784	52,595	60,216
Variação em %	42%	22%	54%	48%	-13%	120%	97%	32%
t-Test paired samples	-4,846	-2,658	-4,623	-2,709	0,163	-2,369	-4,901	-2,221
<i>p value (2-tailed)</i>	0,000***	0,012*	0,000***	0,010*	0,871	0,023*	0,000***	0,033*

Legenda: RFIN: Riscos financeiros; RNFIN: Riscos não financeiros; Oper: Riscos operacionais; Capac: Riscos de capacitação; TI: Riscos de Tecnologias e de informação; Int: Riscos de integridade; Est: Riscos estratégicos.

*** significância inferior a 0,1%; ** significância inferior a 1%; * significância inferior a 5%.

Relativamente ao sentido do impacto veiculado, as divulgações contendo um impacto positivo ou negativo cresceram cerca de 42% e as divulgações sem impacto cresceram 37%. As divulgações com um impacto negativo cresceram cerca de 61% enquanto as de impacto positivo cresceram 20%, embora, neste caso, sem significância estatística.

A variação nas divulgações neutras foi maior nas divulgações de riscos não financeiros, o mesmo se passando, embora com menor dimensão, nas divulgações de impacto negativo. A variação verificada nas divulgações de impacto positivo foi maior nas divulgações de riscos financeiros.

Quadro 63 - Variação no número de divulgações por características semânticas entre 2007 e 2011 – impacto

	Div Totais	RFIN	RNFIN	Oper	Capac	TI	Int	Est
Div. impacto positivo								
Média 2007	47,973	13,622	34,351	19,243	0,108	0,432	0,568	14,000
Média 2011	57,514	17,676	39,838	24,216	0,054	0,459	1,216	13,892
Variação em %	20%	30%	16%	26%	-50%	6%	114%	-1%
t-Test paired samples	-1,719	-3,147	-1,094	-1,576	0,572	-0,150	-1,648	0,040
<i>p value (2-tailed)</i>	0,094	0,003**	0,281	0,124	0,571	0,881	0,108	0,968
Div. impacto negativo								
Média 2007	57,162	12,081	45,081	24,270	0,027	1,162	2,270	17,351
Média 2011	91,946	18,459	73,486	36,432	0,162	2,541	4,946	29,405
Variação em %	61%	53%	63%	50%	500%	119%	118%	69%
t-Test paired samples	-3,006	-3,333	-2,783	-1,820	-0,961	-2,552	-1,390	-2,590
<i>p value (2-tailed)</i>	0,005*	0,002**	0,009*	0,077	0,343	0,015*	0,173	0,014*
Div. com impacto (pos. + neg.)								
Média 2007	105,135	25,703	79,432	43,514	0,135	1,595	2,838	31,351
Média 2011	149,459	36,135	113,324	60,649	0,216	3,000	6,162	43,297
Variação em %	42%	41%	43%	39%	60%	88%	117%	38%
t-Test paired samples	-3,107	-4,046	-2,686	-1,993	-0,386	-2,256	-1,556	-2,283
<i>p value (2-tailed)</i>	0,004**	0,000***	0,011*	0,054	0,702	0,030*	0,129	0,028*
Div. neutras								
Média 2007	135,000	74,730	60,270	16,378	0,297	1,486	24,297	17,811
Média 2011	185,405	87,216	98,189	27,027	0,162	3,811	47,270	19,919
Variação em %	37%	17%	63%	65%	-45%	156%	95%	12%
t-Test paired samples	-4,919	-1,873	-4,890	-3,660	0,519	-2,005	-4,410	-0,604
<i>p value (2-tailed)</i>	0,000***	0,069	0,000***	0,001**	0,607	0,053	0,000***	0,550

Legenda: RFIN: Riscos financeiros; RNFIN: Riscos não financeiros; Oper: Riscos operacionais; Capac: Riscos de capacitação; TI: Riscos de Tecnologias e de informação; Int: Riscos de integridade; Est: Riscos estratégicos.

*** significância inferior a 0,1%; ** significância inferior a 1%; * significância inferior a 5%.

As divulgações efetuadas sem orientação temporal cresceram 47% e foram as que verificaram maior variação que se manifestou, sobretudo, nas divulgações de riscos não financeiros.

As divulgações com uma orientação temporal, de futuro ou de passado, cresceram cerca de 32% e, dentro destas, as que informavam sobre factos passados verificaram uma variação superior às referentes a factos futuros, situação em que a variação de 18% não apresenta significância estatística.

A variação nas divulgações de factos passados foi predominante nas divulgações de riscos não financeiros, não verificando significância estatística na variação das divulgações de riscos financeiros.

As variações verificadas nas divulgações sobre factos futuros não apresentam significância estatística tanto em termos globais como nas diferentes tipologias de risco.

Quadro 64 - Variação no número de divulgações por características semânticas entre 2007 e 2011 – orientação temporal

	Div Totais	RFIN	RNFIN	Oper	Capac	TI	Int	Est
Div. sobre futuro								
Média 2007	42,811	4,622	38,189	19,081	0,054	0,324	0,676	18,054
Média 2011	50,486	4,541	45,946	22,432	0,027	0,243	1,568	21,676
Variação em %	18%	-2%	20%	18%	-50%	-25%	132%	20%
t-Test paired samples	-1,733	0,140	-1,844	-1,508	0,442	0,442	-2,882	-1,379
<i>p value (2-tailed)</i>	0,092	0,890	0,073	0,140	0,661	0,661	0,007*	0,176
Div. sobre passado								
Média 2007	72,514	33,838	38,676	20,000	0,108	0,568	2,703	15,297
Média 2011	101,351	43,514	57,838	32,703	0,216	1,757	5,378	17,784
Variação em %	40%	29%	50%	64%	100%	210%	99%	16%
t-Test paired samples	-2,864	-2,635	-2,247	-1,705	-0,850	-1,442	-1,908	-1,046
<i>p value (2-tailed)</i>	0,007*	0,012	0,031*	0,097	0,401	0,158	0,064	0,303
Div. com orientação temporal (fut. + pas.)								
Média 2007	115,324	38,459	76,865	39,081	0,162	0,892	3,378	33,351
Média 2011	151,838	48,054	103,784	55,135	0,243	2,000	6,946	39,459
Variação em %	32%	25%	35%	41%	50%	124%	106%	18%
t-Test paired samples	-2,944	-2,579	-2,540	-1,884	-0,572	-1,150	-2,211	-1,556
<i>p value (2-tailed)</i>	0,006*	0,014*	0,016*	0,068	0,571	0,258	0,033*	0,128
Div. sem orientação temporal								
Média 2007	124,811	61,973	62,838	20,811	0,270	2,189	23,757	15,811
Média 2011	183,027	75,297	107,730	32,541	0,135	4,811	46,486	23,757
Variação em %	47%	22%	71%	56%	-50%	120%	96%	50%
t-Test paired samples	-5,545	-2,638	-5,344	-3,668	0,497	-3,373	-4,470	-2,125
<i>p value (2-tailed)</i>	0,000***	0,012*	0,000***	0,001**	0,622	0,002**	0,000***	0,041*

Legenda: RFIN: Riscos financeiros; RNFIN: Riscos não financeiros; Oper: Riscos operacionais; Capac: Riscos de capacitação; TI: Riscos de Tecnologias e de informação; Int: Riscos de integridade; Est: Riscos estratégicos.

*** significância inferior a 0,1%; ** significância inferior a 1%; * significância inferior a 5%.

O número de divulgações por grupos de conteúdos informativos, que traduz a combinação das diferentes características semânticas, registou, de 2007 para 2011, uma variação de cerca de 73% nas divulgações de conteúdo moderado, com uma variação não muito acentuada entre as divulgações de riscos financeiros e de riscos não financeiros.

As divulgações de conteúdo reduzido cresceram 37% e, sendo já maioritárias, reforçaram essa condição, com particular relevo nas divulgações de riscos não financeiros, já que, neste grupo, a variação verificada nas divulgações de riscos financeiros não apresenta significância estatística.

As divulgações de conteúdo informativo bom cresceram cerca de 30%, com particular incidência nas divulgações de riscos não financeiros, já que a variação verificada nas de riscos financeiros não apresenta significância estatística.

Quadro 65 - Variação no número de divulgações por conteúdos informativos entre 2007 e 2011

	Div Totais	RFIN	RNFIN	Oper	Capac	TI	Int	Est
<i>Painel A: Frequências e médias dos conteúdos informativos</i>								
Div. de conteúdo elevado								
Média 2007	22,054	11,811	10,243	7,108	0,000	0,000	0,486	2,649
Média 2011	27,784	15,703	12,081	9,162	0,000	0,027	0,459	2,432
Variação em %	26%	33%	18%	29%			-6%	-8%
t-Test paired samples	-1,969	0,236	-0,866	-1,105		-1,000	0,150	0,233
<i>p value (2-tailed)</i>	0,057	0,815	0,392	0,276		0,324	0,881	0,817
Div. de conteúdo bom								
Média 2007	74,297	20,135	54,162	28,000	0,108	0,757	1,865	23,432
Média 2011	96,216	24,270	71,946	38,000	0,108	1,135	4,216	28,486
Variação em %	30%	21%	33%	36%	0%	50%	126%	22%
t-Test paired samples	-2,694	-1,925	-2,480	-1,935	0,000	-1,027	-1,832	-1,473
<i>p value (2-tailed)</i>	0,011*	0,062	0,018*	0,061	1,000	0,311	0,075	0,149
Div. de conteúdo moderado								
Média 2007	38,243	9,297	28,946	13,054	0,081	0,973	1,514	13,324
Média 2011	66,189	15,000	51,189	22,649	0,243	2,676	4,135	21,486
Variação em %	73%	61%	77%	73%	200%	175%	173%	61%
t-Test paired samples	-3,230	-2,585	-2,945	-2,045	-1,357	-2,192	-2,122	-2,181
<i>p value (2-tailed)</i>	0,003**	0,014*	0,006*	0,048*	0,183	0,035*	0,041*	0,036*
Div. de conteúdo reduzido								
Média 2007	105,541	59,189	46,351	11,730	0,243	1,351	23,270	9,757
Média 2011	144,676	68,378	76,297	17,865	0,027	2,973	44,622	10,811
Variação em %	37%	16%	65%	52%	-89%	120%	92%	11%
t-Test paired samples	-4,809	-2,013	-4,354	-3,541	0,881	-2,722	-4,137	-0,553
<i>p value (2-tailed)</i>	0,000***	0,052	0,000***	0,001**	0,384	0,010*	0,000***	0,584

Legenda: RFIN: Riscos financeiros; RNFIN: Riscos não financeiros; Oper: Riscos operacionais; Capac: Riscos de capacitação; TI: Riscos de Tecnologias e de informação; Int: Riscos de integridade; Est: Riscos estratégicos.

*** significância inferior a 0,1%; ** significância inferior a 1%; * significância inferior a 5%.

As divulgações de conteúdo informativo elevado não registaram variações estatisticamente significativas, nem em termos globais nem nas diferentes tipologias de risco.

No que respeita aos locais onde as divulgações são efetuadas, as variações foram idênticas nos três locais do relatório anual, embora com diferentes comportamentos no que respeita a riscos financeiros e não financeiros. No relatório de gestão, aqui incluídos o capítulo “Fatores de risco” e “Outlook”, o crescimento foi, sobretudo, nas divulgações de riscos não financeiros, não tendo

verificado significância estatística a variação de divulgações de riscos financeiros neste local do relatório.

As variações registradas no capítulo “Governo Corporativo” foram, exclusivamente, nas divulgações de riscos não financeiros e as verificadas no “Anexo” foram, predominantemente, de riscos não financeiros.

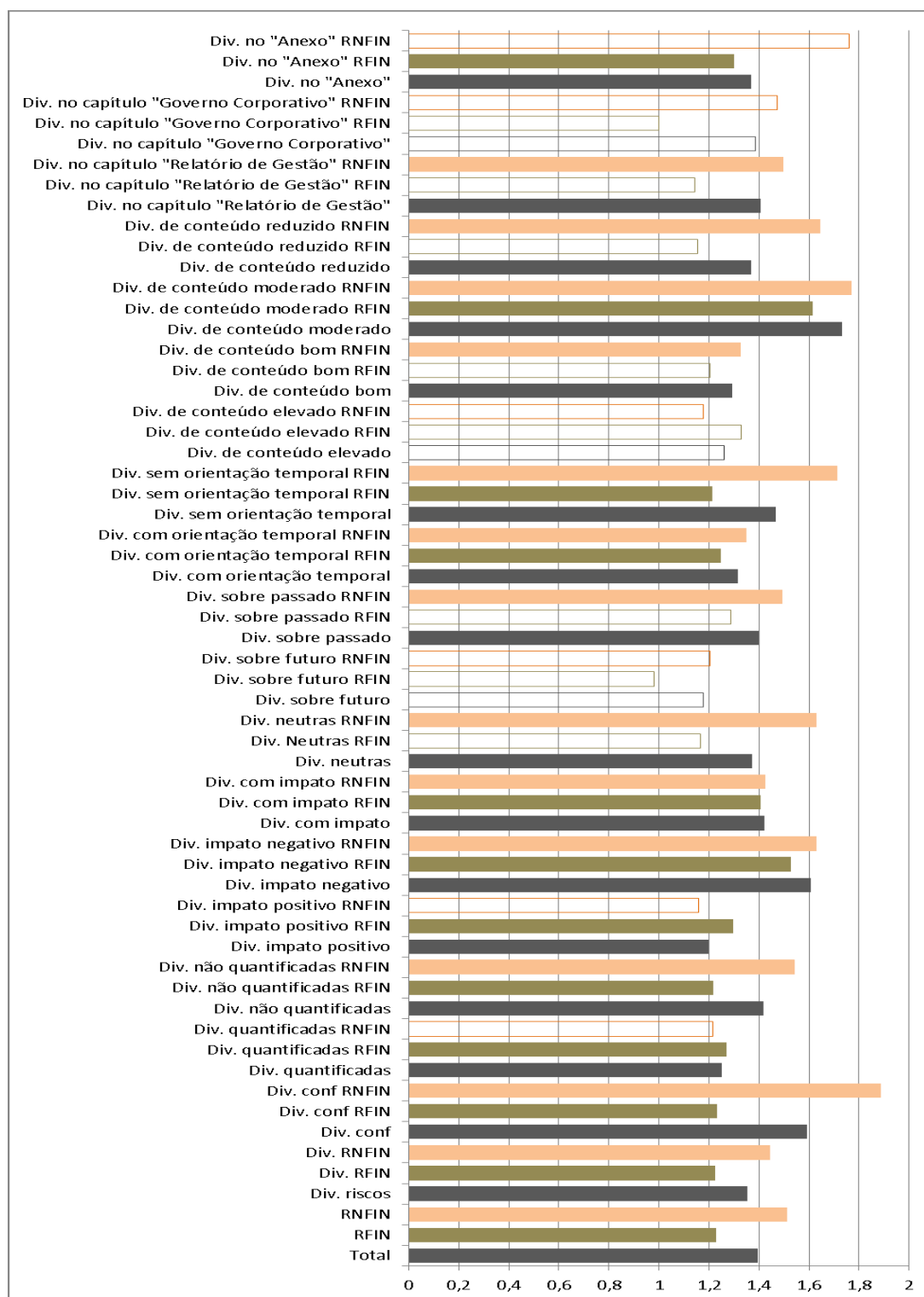
Quadro 66 - Variação no número de divulgações por locais entre 2007 e 2011

	Div Totais	RFIN	RNFIN	Oper	Capac	TI	Int	Est
Div. no capítulo "Risk Factors"								
Média 2007	114,324	36,081	78,243	32,189	0,324	2,703	12,676	30,351
Média 2011	171,378	41,595	129,784	52,892	0,378	6,270	28,541	41,703
Variação em %	50%	15%	66%	64%	17%	132%	125%	37%
t-Test paired samples	-4,233	-0,932	-5,453	-4,081	-0,168	-2,350	-4,957	-2,392
p value (2-tailed)	0,000***	0,358	0,000***	0,000***	0,868	0,024*	0,000***	0,022*
Div. no capítulo "Outlook"								
Média 2007	35,054	2,324	32,730	18,081	0,054	0,000	0,000	14,595
Média 2011	38,865	2,378	36,486	18,135	0,000	0,054	0,000	18,297
Variação em %	11%	2%	11%	0%	-100%			25%
t-Test paired samples	-0,691	-0,091	-0,725	-0,021	1,000	-1,000		-1,066
p value (2-tailed)	0,494	0,928	0,473	0,983	0,324	0,324		0,293
Div. no capítulo "Relatório de Gestão"								
Média 2007	149,378	38,405	110,973	50,270	0,378	2,703	12,676	44,946
Média 2011	210,243	43,973	166,270	71,027	0,378	6,324	28,541	60,000
Variação em %	41%	14%	50%	41%	0%	134%	125%	33%
t-Test paired samples	-4,050	-0,920	-5,043	-3,478	0,000	-2,313	-4,957	-2,699
p value (2-tailed)	0,000***	0,364	0,000***	0,001**	1,000	0,027*	0,000***	0,011*
Div. no capítulo "Governo Corporativo"								
Média 2007	22,973	4,351	18,622	1,189	0,054	0,378	13,649	3,351
Média 2011	31,811	4,351	27,459	1,459	0,000	0,486	22,919	2,595
Variação em %	38%	0%	47%	23%	-100%	29%	68%	-23%
t-Test paired samples	-1,554	0,000	-1,662	-0,526	1,000	-0,941	-2,234	0,225
p value (2-tailed)	0,129	1,000	0,105	0,602	0,324	0,353	0,032*	0,823
Div. no "Anexo"								
Média 2007	67,784	57,676	10,108	8,432	0,000	0,000	0,811	0,865
Média 2011	92,811	75,027	17,784	15,189	0,000	0,000	1,973	0,622
Variação em %	37%	30%	76%	80%			143%	-28%
t-Test paired samples	-2,494	-2,282	-1,254	-1,120			-1,353	0,44
p value (2-tailed)	0,017*	0,028*	0,218	0,270			0,185	0,689

Legenda: RFIN: Riscos financeiros; RNFIN: Riscos não financeiros; Oper: Riscos operacionais; Capac: Riscos de capacitação; TI: Riscos de Tecnologias e de informação; Int: Riscos de integridade; Est: Riscos estratégicos.

*** significância inferior a 0,1%; ** significância inferior a 1%; * significância inferior a 5%.

Gráfico 1 - Perfil da variação do número de divulgações de 2007 para 2011



Legenda: Valores <1 = decréscimo; Valores > 1 = crescimento; Variações sem preenchimento não verificaram significância estatística

Os resultados apresentados quanto à comparação relativa na variação do número de divulgações totais e nas diferentes tipologias de risco, tipo de divulgação, características semânticas e locais do relatório anual levam-nos a validar apenas parcialmente a hipótese dezassete de que o perfil das divulgações relacionadas com o risco não se alterou significativamente de 2007 para 2011.

O Quadro 67 resume o resultado da validação das hipóteses relativas ao segundo objetivo de investigação

Quadro 67 - Resultado da validação das hipóteses relativas ao segundo objetivo

Hipótese	Resultado
H16 – O número de divulgações relacionadas com o risco efetuadas no ano de 2011 é significativamente superior ao número de divulgações relacionadas com o risco efetuadas no ano de 2007	Validada
H17 – O perfil das divulgações relacionadas com o risco não se alterou significativamente de 2007 para 2011.	Parcialmente Validada

8.2.3 Validação das hipóteses relativas às determinantes da divulgação

A validação das hipóteses relativas ao terceiro objetivo foi efetuada com os dados das divulgações referentes ao ano de 2011, por representar a realidade mais recente proporcionada pela amostra, mediante um modelo de regressão linear múltipla, tendo como variável dependente o Índice Total de Divulgações Relacionas com os Riscos de 2011 (DRRT11) e como variáveis independentes um conjunto de métricas usualmente consideradas como possíveis determinantes dos níveis de divulgação, em geral, e do risco, em particular, relativamente às quais as hipóteses foram formuladas.

Essas variáveis tentam relacionar a divulgação com a dimensão das empresas, com a rendibilidade, com o risco, com o setor de atividade, com o facto de as empresas estarem cotadas simultaneamente nos EUA e com o país de origem.

O modelo explicativo foi, igualmente, testado para as tipologias de risco, com os Índices de Divulgações de Riscos Financeiros (DRRFINT11) e Não Financeiros (DRRNFIN11) bem como do tipo de divulgações, com os Índices de Divulgações de Risco (DRT11) e de Conformidade dos Sistemas de Controlo Interno e de Gestão do Risco (DCFT11).

Quadro 68 - Modelos de regressão

Variável dependente	Coeficientes de regressão parciais estandardizados							R ² Ajust.	F
	Dimensão	Rendibilidade	Risco	Atividade	Cot EUA	País de origem			
	TA	ROIC	Endiv.	Ind.	EUA	Germ	Franc		
DRRT11	0,676***	0,033	-0,072	0,007	0,177	0,474*	0,381	0,380	4,158**
DRFINT11	0,527**	-0,062	0,095	0,008	0,160	0,485*	0,353	0,330	3,531*
DRNFINT11	0,659***	0,068	-0,131	0,006	0,164	0,416	0,349	0,291	3,108*
DRT11	0,579**	0,077	0,049	0,034	0,231	0,494*	0,426	0,315	3,361*
DCFT11	0,576**	-0,110	-0,372	-0,074	-0,071	0,156	0,045	0,151	1,912

Legenda: TA – Total do ativo; ROIC – Rendibilidade do investimento; Endiv. – Rácio de endividamento; Ind. – Setor de atividade; EUA – Cotação simultânea nos Estados Unidos da América; Germ – Países Germânicos e não Latinos; Franc – Países Francófonos e não Latinos

*** nível de significância <0,001; ** nível de significância <0,005; * nível de significância <0,05.

O modelo de regressão para as divulgações totais relacionadas com os riscos tem uma capacidade explicativa de 38,0%, sendo a dimensão, medida pelo valor do ativo total, o fator que, com uma relação positiva, mais significativamente explica o número de divulgações.

O facto de o país de origem ser do grupo dos países germânicos, e não dos latinos, é, igualmente, um fator explicativo. Nem a rendibilidade, nem qualquer das métricas representativas do risco, nem o setor de atividade, nem a circunstância de as empresas estarem cotadas, em simultâneo, nos EUA, se revelaram explicativos do número de divulgações totais relacionadas com os riscos.

Resultados idênticos obtêm-se no modelo de regressão para as divulgações totais de riscos financeiros, com uma capacidade significativamente explicativa de 33,0% e com a dimensão das empresas a apresentar uma maior capacidade explicativa seguida da condição das empresas pertencerem ao grupo dos países germânicos e não latinos.

O modelo de regressão para as divulgações totais de riscos não financeiros apresenta uma capacidade explicativa de 29,1%, com significância estatística, com a dimensão a ser a única variável que apresenta capacidade explicativa.

O modelo explicativo para o número total de divulgações de risco revelou-se significativo e tem uma capacidade explicativa de 31,5%, sendo a dimensão o fator mais explicativo, seguido do facto de as empresas pertencerem ao grupo dos países germânicos.

Aplicado ao número total de divulgações de conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão o conjunto de variáveis definidas não se mostrou explicativo deste tipo de divulgações ($p\text{-value} > 0.05$), muito embora a dimensão das empresas apresente uma relação estatisticamente significativa.

A dimensão das empresas, medida pelo valor total do ativo, surge relacionada com o número de divulgações em todos os modelos explicativos o que permite validar a hipótese 18 de que o número total de divulgações relacionadas com o risco é explicado, positivamente, pela dimensão das empresas.

A rentabilidade, medida pelo rácio de retorno do investimento (ROIC) em nenhum caso apresenta significância estatística o que leva à validação da hipótese 20 de que o número total de divulgações relacionadas com o risco não é explicado pela rentabilidade das empresas.

O rácio de endividamento não apresenta, também, significância estatística em nenhum dos modelos, dados que levam à validação da hipótese 19, de que o número total de divulgações relacionadas com o risco não é explicado pelo risco das empresas.

O facto de as empresas pertencerem a setores de atividade industriais não revelou, igualmente, qualquer relação com significado estatístico o que não permite validar a hipótese 22, de que o número total de divulgações relacionadas com o risco é explicado pelo setor de atividade.

O facto de as empresas estarem cotadas, em simultâneo, nos EUA não apresentou significância estatística em nenhum dos modelos, o que não permite validar a hipótese 23 de que a condição de as empresas estarem cotadas, simultaneamente, em bolsas dos EUA explica o número total de divulgações relacionadas com o risco.

O facto de as empresas serem originárias do grupo de países germânicos apresentarem uma relação positiva com significado estatístico nos modelos referentes ao número total de divulgações relacionadas com os riscos, ao número total de divulgações de riscos financeiros e ao número total de divulgações de risco, o que permite validar parcialmente a hipótese 21 de que o número total de divulgações é explicado pelo país de origem das empresas.

Quadro 69 - Resultados da validação das hipóteses relativas ao terceiro objetivo

Hipótese	Resultado
H18 – O número de divulgações de riscos está significativamente relacionado com a dimensão das empresas.	Validada
H19 – O número de divulgações de risco não está significativamente relacionado com o nível de risco das empresas.	Validada
H20 – O número de divulgações de risco não está significativamente relacionado com a rentabilidade das empresas.	Validada
H21 – O número de divulgações relacionadas com o risco está significativamente relacionado com o país de origem das empresas.	Parcialmente validada
H22 – O número de divulgações relacionadas com o risco está significativamente relacionado com o setor de atividade das empresas.	Não validada
H23 – O número de divulgações relacionadas com o risco está significativamente relacionado com o facto de as empresas estarem cotadas, simultaneamente nos EUA.	Não validada

9 DISCUSSÃO, CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E SUGESTÕES PARA INVESTIGAÇÕES FUTURAS

9.1 Discussão

A revisão de literatura que antecede esta investigação procurou localizar a temática específica da divulgação dos riscos e oportunidades das empresas na temática mais geral da divulgação de informação empresarial e documenta a procura progressiva deste tipo de informação que se tem intensificado nas duas últimas décadas. Foram identificados os vários contributos de académicos e organismos profissionais para esse debate, as características desejáveis de que a informação se deveria revestir e os resultados, em geral decepcionantes, das análises à forma como a divulgação é efetuada.

O trabalho efetuado é um contributo para esse debate ao adicionar conhecimento sobre o tema em análise, através do estudo de um grupo de empresas europeias de grande dimensão, de influência continental de diferentes países e setores de atividade.

Utilizámos uma metodologia de análise de conteúdo rigorosa e pormenorizada que identificou as divulgações de fatores de risco, as de gestão de risco e as de conformidade dos sistemas, individualizámos as divulgações efetuadas de forma neutra e as efetuadas sem orientação temporal e identificámos a frequência das divulgações nos principais locais do relatório anual. Adicionalmente, construímos quatro grupos de divulgações de diferentes conteúdos informativos por agregação das características semânticas das divulgações.

Com estas especificações, adicionais às que habitualmente são utilizadas, obtivemos uma caracterização precisa das divulgações das empresas da amostra.

A análise e discussão dos resultados, apresentados no capítulo oito, devem ser contextualizadas no fato de a globalidade das divulgações ser uma combinação de tipos de divulgação e tipologias de risco diferentes com objetivos distintos e sujeitas a requisitos de regulação diferentes, circunstâncias que são determinantes para a compreensão aprofundada da forma como se está a divulgar os riscos e oportunidades empresariais.

9.1.1 Discussão dos resultados da caracterização da amostra

Da análise exploratória, deve reter-se a dispersão significativa dos dados, bem patente nos valores dos desvios padrão e nas amplitudes amostrais, tanto relativos às divulgações totais como às diversas categorias que foram estudadas, o que revela uma heterogeneidade assinalável nas práticas de divulgação das empresas que constituem a amostra.

Esta constatação deve ser enquadrada pelos regimes regulatórios existentes, muito idênticos para a generalidade das empresas analisadas, todas abrangidas pelos requisitos de divulgação vigentes na União Europeia e por regulamentos semelhantes dos órgãos reguladores dos mercados.

Com exceção dos requisitos de divulgação referentes ao risco financeiro e a produtos financeiros derivados e à constituição de provisões e divulgação de contingências contemplados nas IAS/IFRS do IASB, a que todas as empresas estão vinculadas, e que configuram um regime regulado, a divulgação dos riscos pelas empresas faz-se, em termo reais, num regime de divulgação de “quase obrigatoriedade” muito próximo de um regime voluntário, com margem a estratégias discricionárias, em que podem ser determinantes os incentivos e as restrições decorrentes dos custos da divulgação, bem como as limitações decorrentes das próprias características endógenas da informação sobre os riscos, sobretudo a informação previsional, insuscetível de confirmar *ex-ante*.

Embora num contexto de análise diferente, Combes-Thuélin et al (2006) encontraram, também, uma heterogeneidade significativa nas práticas de divulgação e questionaram a possibilidade de tais práticas permitirem aos utilizadores aceder aos perfis de risco das empresas.

9.1.2 Discussão dos resultados relativos à caracterização da forma como as divulgações são efetuadas

A literatura documenta uma pressão institucional progressiva para que as empresas informem sobre os seus principais riscos e incertezas, particularmente evidente a partir da década de 90, e que se intensifica em momentos que se seguem à ocorrência de escândalos empresariais ou de crise financeira. Estes momentos provocam o acréscimo de regulação com preocupações de aumento de transparência, como se tem assistido nos últimos anos nos continentes americano e europeu.

Os resultados do estudo documentam uma média de divulgações elevada e que cresceu de forma relevante (cerca de 40%) de 2007 para 2011.

Comparando todas as tipologias de risco, as divulgações de riscos financeiros (42% em 2007 e 37% em 2011) que em 2007 eram as mais frequentes, não apresentam médias de divulgação significativamente diferentes das dos riscos operacionais em 2011, constatando-se que as empresas fazem já um número de divulgações considerável de riscos operacionais e estratégicos que verificam um peso relativo de cerca de 25% e 20%, respetivamente.

Os riscos operacionais, referentes a circunstâncias sobre as quais as empresas têm maior controlo, são mais divulgados que os estratégicos, sobre os quais há uma menor capacidade de intervenção. Nos primeiros estão incluídas as divulgações referentes a litigância, que as empresas da amostra, todas de grande dimensão e com presença comercial globalizada, efetuam com muita frequência no anexo. Nos segundos, refere-se muitas vezes a possibilidade de comportamento adverso do mercado, da concorrência, a eventualidade de desastres naturais e o funcionamento adverso da economia em geral.

Percebe-se uma sensibilidade progressiva aos riscos de tecnologias de informação (1% em 2007 e 2% em 2011), como as possíveis roturas ou violação das plataformas tecnológicas de suporte da atividade, e aos riscos de integridade que verificam já, também, uma frequência assinalável de divulgações (cerca de 16% em 2011), mas que estão muito influenciadas pelas divulgações de conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão do risco.

Os riscos relacionados com o capital intelectual e com a reputação, cuja escassez também já era referida por Linsley and Shrives (2006), muito embora possam ser de grande importância para as empresas, continuam a registar pouca divulgação.

Quando a comparação se faz apenas entre riscos financeiros e não financeiros, o maior número de divulgações verifica-se nos riscos não financeiros (cerca de 63% em 2011), confirmando os resultados de Linsley e Shrives (2006) e de Dobler, Lajili et al (2011), em que foi seguida uma metodologia semelhante. Não obstante as divulgações de riscos financeiros serem objeto de maior ênfase e pormenorização por parte da regulação, os resultados parecem indicar que a legislação entretanto adotada na Europa tem levado as empresas a uma maior divulgação de riscos não financeiros, que registaram o maior aumento (cerca de 51%), de 2007 para 2011.

Para aprofundar a análise é importante observar o comportamento dos vários tipos de divulgações, verificando-se que as empresas fazem, em média, mais divulgações de fatores de risco (cerca de 65% do total de divulgações), sem diferenças significativas entre as divulgações de gestão de risco e de conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão do risco. As empresas divulgam mais estratégias de mitigação dos riscos financeiros do que de riscos não financeiros, o que pode estar relacionado com o facto de desenvolverem iniciativas específicas de gestão de risco de forma mais frequente para esta tipologia de risco e com os requisitos mais específicos da regulação.

Em 2011, do total das divulgações de riscos financeiros, cerca de 45% (49% em 2007) eram de gestão de risco e de conformidade dos sistemas enquanto nas de riscos não financeiros esse conjunto de divulgações, que são efetuadas sem quantificação, sem indicação de impacto e de orientação temporal, totalizavam 29% (26% em 2007).

O total das divulgações de riscos, que agregam as de fatores de risco e de estratégias de mitigação, com uma frequência próxima dos 83%, são bastante superiores às divulgações de conformidade dos sistemas, contrariando os dados de Linsley e Shrivess (2006) que observaram uma maior dominância de divulgações deste último tipo nas empresas inglesas.

No entanto, as divulgações de conformidade dos sistemas verificaram um crescimento significativo, de 2007 para 2011, com particular incidência nas que são referentes a riscos não financeiros, indicando que as empresas europeias, cotadas em bolsa, têm implementado sistemas de gestão de risco e aderido de forma bastante expressiva aos requisitos dos códigos de governo corporativo que requerem a divulgação pelas administrações da existência e do funcionamento adequado desses sistemas de controlo interno e de gestão dos riscos, muito embora o conteúdo informativo dessa informação seja bastante reduzido.

Comprovando os resultados de investigações anteriores (Lajili e Zéghal 2005; Mohobbot 2005; Berger e Gleißner 2006; Linsley e Shrivess 2006; Rajab e Handley-Schachler 2009; Tirado e Cabedo 2009; Dobler, Lajili et al. 2011; Oliveira, Rodrigues et al. 2011a), as divulgações são efetuadas, maioritariamente, de forma não quantificada (cerca de 88% no global das divulgações) em qualquer das tipologias de risco, mas de forma mais acentuada nas de riscos não financeiros (cerca de 93%). As divulgações quantificadas são mais frequentes nos riscos financeiros e as

divulgações não quantificadas são mais frequentes nos riscos não financeiros, tendências que se acentuaram do ano de 2007 para o ano de 2011.

Beretta and Bozzolan (2004) tinham encontrado apenas 15,5% das divulgações totais efetuadas de forma quantificada e Linsley and Shrives (2006) 5,3%, enquanto no presente estudo a percentagem foi de 14%, em 2007 e 12%, em 2011.

Os dados refletem o facto da informação sobre os riscos ser, em geral, difícil de quantificar, a que fizemos referência detalhada no capítulo dois deste trabalho. Esta circunstância, mais evidente nos riscos não financeiros, poderá ser explicada pelas características da regulação da divulgação de riscos financeiros, que é mais precisa e requer a quantificação. Os resultados também permitem equacionar a hipótese de os gestores, ainda que possam quantificar a informação, optarem por não o fazer para evitar divulgar informação proprietária (Jorgensen e Kirschenheiter 2003; Dobler 2008; Dobler, Lajili et al. 2011), aproveitando a referida característica da informação sobre os riscos.

Globalmente, as empresas efetuam as divulgações relacionadas com os riscos sem diferenças significativas entre as neutras e as que evidenciam um impacto (56%, em 2007, com diferença estatisticamente significativa e 55%, em 2011, sem diferença estatisticamente significativa), dados que contrariam os de Beretta e Bozzolan (2004).

Nas divulgações de riscos financeiros verifica-se um predomínio significativo das divulgações neutras, nos dois anos (74%, em 2007 e 71%, em 2011), o que pode estar condicionado pela maior prevalência nesta tipologia de risco das divulgações de gestão de risco de conformidade dos sistemas.

Nas tipologias de riscos não financeiros não se verificam diferenças significativas entre as divulgações com impacto e neutras, o que se fica a dever à tendência inversa entre as divulgações de riscos operacionais, maioritariamente efetuadas evidenciando um impacto, e as de riscos de integridade, onde se incluem as divulgações de conformidade dos sistemas de controlo interno, maioritariamente efetuadas de forma neutra.

Embora a maior parte dos estudos anteriores não tenha autonomizado este tipo de característica semântica, os resultados não confirmam a tendência observada por Mohobbot (2005) nas empresas japonesas, em que as neutras eram minoritárias, mas estão de acordo com os resultados obtidos por Rajab e Heley-Schachler (2009), para as empresas inglesas.

A predominância das divulgações de impacto negativo (más notícias) sobre as de impacto positivo (boas notícias) apenas é significativa no ano de 2011 e nas divulgações totais e de riscos não financeiros. Em 2007, não se registaram diferenças significativas, nem em termos globais nem nas duas tipologias de risco e, em 2011, a diferença também não foi significativa nas divulgações de riscos financeiros. Estes resultados contrariam os obtidos no trabalho de Beretta e Bozzolan (2004), no qual as boas notícias predominaram sobre as más e estão mais de acordo com o resultado de Oliveira et al. (2011a), onde não foram encontradas diferenças significativas entre a divulgação de boas e más notícias. Os resultados de 2011, nas divulgações de riscos não financeiros, podem favorecer a tese da existência de incentivos de reputação para os gestores divulgarem más notícias, mas que também pode ser explicado pelo facto de as empresas adotarem, nas divulgações narrativas desta tipologia, um conceito de risco predominantemente negativo (March e Shapira 1987; Helliar, Lonie et al. 2002) e pelas características da conjuntura económica global e na zona euro, em particular, refletindo os efeitos da crise financeira iniciada em 2007.

Globalmente, e na tipologia de riscos não financeiros, as empresas fazem divulgações com e sem orientação temporal sem diferenças significativas. Na tipologia de riscos financeiros, nos dois anos, a predominância de divulgações sem orientação temporal foi significativa o que, mais uma vez, pode estar influenciado pela prevalência elevada de divulgações de gestão de risco e de conformidade dos sistemas nesta tipologia de risco.

Também poucos trabalhos anteriores trataram este tipo de característica semântica de forma autónoma, mas Rajab e Heley-Schachler (2009), que também autonomizaram as divulgações sem orientação temporal, observaram uma predominância destas divulgações sobre as que evidenciavam orientação temporal.

Das divulgações que explicitam orientação temporal, as referentes a factos passados (cerca de 30% do total) predominam sobre as de factos futuros (entre 18% e 15% do total), embora nas divulgações de riscos não financeiros não haja diferenças significativas, o que contraria os resultados de Linsley e Shrives (2006) e de Rajab e Heley-Schachler (2009), mas está de acordo com as observações de Beretta e Bozzolan (2004), Mohobbot (2005), Oliveira, Rodrigues et al. (2011a) e Dobler, Lajili et al. (2011). A existência de custos de divulgação referentes a possível litigância e informação com sensibilidade comercial e a possível discricionariedade dos gestores

em presença de informação prospetiva impossível de garantir *ex-ante* podem justificar estes resultados.

A exploração da combinação das características semânticas das divulgações, que se realizou mediante a identificação de grupos diferentes de divulgações a que também correspondem níveis de conteúdo diferenciados, permite concluir que, considerando todo o tipo de divulgações relacionadas com o risco, a grande maioria enquadra-se no grupo de divulgações de conteúdo reduzido (44% em 2007 e 43% em 2011), não quantificadas, sem impacto definido e sem orientação temporal. Neste grupo estão incluídas as divulgações referentes à forma como os riscos são mitigados, as referentes à conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão do risco que totalizaram, conjuntamente, 36% do total de divulgações em 2007 e 35% em 2011 pelo que as referentes a fatores de risco efetuadas de forma genérica do tipo “a empresa está exposta a risco de taxa de câmbio” ou “a empresa está exposta a riscos de acidentes naturais” totalizaram apenas cerca de 8% em qualquer dos anos.

O grupo de divulgações de conteúdo moderado, que engloba as efetuadas com apenas um dos atributos que consideramos como tendo conteúdo (ou apenas quantificadas ou apenas com impacto ou apenas com orientação temporal), apresenta uma média de 16% em 2007 e 20% em 2011, pelo que podemos concluir que a maior parte das divulgações efetuadas pelas empresas se localiza num destes dois grupos.

O grupo de divulgações de conteúdo informativo bom, constituído pelas divulgações que evidenciam dois dos atributos de maior conteúdo, é o que apresenta a segunda maior frequência em qualquer dos anos (31% em 2007 e 29% em 2011).

O grupo das divulgações de conteúdo elevado, onde coincidem as quantificadas, com um impacto definido e com orientação temporal, é o que apresenta menor expressão (9% em 2007 e 8% em 2011).

O padrão antes identificado para as divulgações globais é idêntico ao que se verifica nas de riscos financeiros com a particularidade de, nesta tipologia, não haver diferenças entre as divulgações de conteúdo elevado e moderado. Nas divulgações de riscos não financeiros, as de conteúdo reduzido e bom foram efetuadas sem diferenças, sendo as menos divulgadas as de conteúdo informativo elevado.

Globalmente, estes resultados parecem dar fundamento às críticas sobre a qualidade das divulgações dos riscos referidas na literatura (Solomon, Solomon et al. 2000; Beretta e Bozzolan 2004; Lajili e Zéghal 2005; Berger e Gleißner 2006; Linsley e Shrivies 2006) de que, no caso dos riscos empresariais, “há uma divulgação formal mas uma substancial não divulgação”(ICAEW 2011).

No entanto, fica evidente que, nas empresas da amostra, a dominância das divulgações de conteúdo informativo reduzido, nas divulgações totais, se deve a uma prevalência substancial do conjunto de divulgações de gestão do risco e de conformidade dos sistemas, ambas divulgadas sem quantificação, de forma neutra e sem orientação temporal, com muito pouco conteúdo informativo para os utilizadores. De facto, se a análise se circunscrevesse apenas às divulgações de fatores de risco as conclusões seriam diferentes, com uma considerável frequência centrada maioritariamente entre as divulgações de conteúdo bom e as de conteúdo elevado.

Considerando as divulgações totais relacionadas com os riscos, o relatório de gestão, que inclui tanto o capítulo de fatores de risco como o *Outlook*, é o local onde, maioritariamente, são efetuadas as divulgações relacionadas com os riscos (cerca de 63%), seguindo-se o anexo (cerca de 28%) e o relatório de governo corporativo (cerca de 9%). Dobler et al. (2011), que analisaram apenas as divulgações efetuadas no relatório de gestão e no anexo, concluíram, também, que, com exceção das empresas do Reino Unido, a maioria das divulgações era efetuada no relatório de gestão.

Contudo, este padrão é diferente para as duas tipologias de riscos, sendo que as divulgações de riscos financeiros se fazem predominantemente no anexo (cerca de 61%, em 2011), seguidas das efetuadas no relatório de gestão (em 2007 não houve diferenças significativas entre as efetuadas nestes dois locais), efetuando-se em muito menor número no relatório de governo corporativo (cerca de 4%). As divulgações de riscos não financeiros fazem-se predominantemente no relatório de gestão (79%) seguindo-se as efetuadas no anexo e no relatório de governo corporativo (sem diferenças significativas entre eles).

O padrão das divulgações globais por locais também difere do padrão que se verifica para as divulgações dos diferentes tipos. As divulgações relativas a fatores de risco são predominantemente divulgadas no relatório de gestão (73% em 2007 e 71% em 2011) seguindo-se no anexo (25% em 2007 e 27% em 2011) e, por fim, no relatório de governo corporativo. As

divulgações relativas a gestão do risco efetuam-se, sem diferenças significativas, tanto no relatório de gestão como no anexo, sendo menos divulgadas no relatório de governo corporativo e as divulgações de conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão de risco são efetuadas sem predominância em nenhum dos três locais.

As características das divulgações relacionadas com os riscos, analisadas na globalidade, apresentam um padrão que reflete o efeito conjugado de dois padrões diferentes que se podem identificar nas divulgações de riscos financeiros, por um lado e, por outro, nas de riscos não financeiros.

Os riscos financeiros, cujos efeitos têm um impacto direto e mais imediato nos *cash flows* das empresas, são objeto de requisitos de divulgação específicos, no anexo, pelas normas de contabilidade e são mais suscetíveis de quantificação, enquanto os não financeiros, que não têm requisitos de divulgação substanciais previstos nas normas de contabilidade, exceção feita às provisões e contingências, são objeto de requisitos de divulgação mais genéricos, no relatório de gestão e no anexo e são, em geral, menos suscetíveis de quantificação.

As divulgações de riscos financeiros, quando comparadas com as dos não financeiros, apresentam um perfil caracterizado por:

- Menor frequência;
- Predominância das divulgações de fatores de risco;
- Maior predominância das divulgações quantificadas (embora, a exemplo do que acontece nos riscos não financeiros, as quantificadas sejam em menor número);
- Clara prevalência das neutras sobre as que evidenciam impacto, o que se deve à maior prevalência das divulgações de gestão de risco e de conformidade dos sistemas;
- Ausência de predominância das de impacto positivo ou negativo;
- Uma significativa prevalência das que não informam de uma orientação temporal comparativamente com as efetuadas com orientação temporal, igualmente por efeito da maior prevalência das divulgações de gestão de risco e de conformidade dos sistemas;
- As referentes ao passado predominarem, claramente, sobre as relativas ao futuro;

- As divulgações de conteúdo elevado serem mais frequentes comparativamente às divulgações de riscos não financeiros;
- Serem efetuadas sem diferenças significativas no relatório de gestão e no anexo e, só residualmente, no relatório de governo corporativo.

As divulgações de riscos não financeiros:

- São mais frequentes;
- Apresentam, igualmente, uma maior predominância das divulgações de fatores de risco,
- Apresentam, também, uma maior predominância das não quantificadas (embora mais pronunciada do que nas divulgações de riscos financeiros);
- Não registam diferenças significativas entre as neutras e as de impacto;
- Verificam uma predominância, das de impacto negativo sobre as de impacto positivo (apenas em 2011);
- Não têm diferenças significativas entre as divulgações que não apresentam orientação temporal comparativamente às que fazem referência à orientação temporal;
- Não têm diferenças significativas entre as divulgações referentes ao passado e ao futuro;
- São divulgadas predominantemente no relatório de gestão e sem diferenças significativas entre o anexo e o relatório de governo corporativo.

9.1.3 Discussão dos resultados relativos à comparação entre as divulgações dos anos de 2007 e 2011

No que se refere à evolução de 2007 para 2011, regista-se um aumento significativo do número total de divulgações (cerca de 40%), mais acentuado nas divulgações de riscos não financeiros (cerca de 51%) do que nas de financeiros (cerca de 23%). Estudos anteriores que analisaram a evolução das divulgações (Berger e Gleißner 2006; Rajab e Handley-Schachler 2009) documentam, igualmente, um crescimento do número de divulgações ao longo do tempo.

As divulgações de fatores de risco cresceram 41%, ou seja, pouco mais do que a média global, mas de forma mais acentuada nos riscos não financeiros (45%) do que nos financeiros (34%). As divulgações de gestão de risco cresceram 16%, bastante abaixo da média global, com particular

evidência das de riscos financeiros, onde apenas cresceram 5%, comparadas com as de riscos não financeiros onde cresceram 42%. As divulgações de risco (considerando o efeito conjunto das de fatores de risco e de gestão de risco) cresceram 36%, um pouco menos que a média do crescimento global, embora também mais nos riscos não financeiros.

O maior crescimento (59%) verificou-se nas divulgações relativas à conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão do risco, de forma mais evidentes nos riscos não financeiros (89%) do que nos riscos financeiros (23%). Estes dados podem ser interpretados como o resultado da adesão das empresas aos requisitos de divulgação dos riscos incorporados na regulação da EU, em especial os referentes à divulgação de riscos não financeiros e os relativos à obrigatoriedade de divulgar sobre a conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão do risco previstos nos códigos de governo corporativo.

As variações antes apontadas, muito pronunciadas nos riscos não financeiros e nas divulgações de conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão do risco, influenciam as variações verificadas nas características semânticas.

As divulgações efetuadas de forma quantificada cresceram menos (apenas 25%) do que as efetuadas de forma não quantificada (42%), em particular na tipologia de riscos não financeiros, que não tiveram crescimento significativo nas divulgações quantificadas e registaram um crescimento significativo (54%) nas divulgações não quantificadas. Na tipologia de riscos financeiros, o crescimento das divulgações quantificadas (27%) foi superior ao registado nas não quantificadas (22%). Estes dados são compatíveis com o crescimento mais acentuado nos riscos não financeiros das divulgações de conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão do risco.

O crescimento das divulgações neutras (37%) não foi muito diferente do verificado nas divulgações com impacto (42%) mas foi sobretudo nas divulgações de riscos não financeiros (63% nas neutras versus 43% nas de impacto). As divulgações de impacto negativo cresceram mais do que as de impacto positivo.

O crescimento das divulgações sem orientação temporal (47%) foi superior ao das que contêm orientação temporal (32%) igualmente com mais relevo na tipologia de riscos financeiros e as divulgações sobre o passado também cresceram mais do que as relativas ao futuro, mais uma vez com maiores crescimentos relativos na tipologia de riscos não financeiros.

Globalmente, estes resultados indicam que o crescimento do número de divulgações relacionadas com os riscos verificado de 2007 para 2011, mais acentuado na tipologia de riscos não financeiros e nas divulgações de conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão do risco, não foi acompanhado de variações equivalentes nas divulgações com as características identificadas como tendo maior capacidade informativa para os utilizadores da informação.

Esta constatação está espelhada na evolução das divulgações dos diferentes conteúdos informativos, que construímos a partir das combinações das características semânticas. As divulgações de conteúdo reduzido cresceram praticamente em linha com o crescimento global (37%) e, maioritariamente, nos riscos não financeiros (65%). As divulgações de conteúdo moderado registaram o maior crescimento (73%), também mais pronunciado nos riscos não financeiros (77%) e as reduzidas variações registadas nas divulgações de conteúdo elevado (26%) não apresentaram significância estatística.

Os resultados podem enquadrar-se na teoria institucional e da legitimidade uma vez que, mais do que proporcionar informação relevante para os utilizadores, as empresas parecem privilegiar práticas de divulgação que as legitimem face aos seus *stakeholders*, cumprindo com uma regulação de requisitos genéricos.

9.1.4 Discussão dos resultados relativos às determinantes das divulgações

No que respeita às determinantes do número de divulgações, a dimensão, que foi medida pelo total do ativo, é a característica das empresas que apresenta uma capacidade explicativa significativa, para todos os índices de divulgação construídos.

Esta associação positiva com a dimensão confirma as tendências de estudos anteriores (Beretta e Bozzolan 2004; Lajili e Zéghal 2005; Mohobbot 2005; Linsley e Shrives 2006; Abraham e Cox 2007; Amran, Bin et al. 2009; Vandemaele, Vergauwen et al. 2009; Atan, Maruhun et al. 2010; Dobler, Lajili et al. 2011; Oliveira, Rodrigues et al. 2011b) e dá suporte aos argumentos da teoria da agência (Jensen e Meckling 1976), segundo a qual a divulgação reduz os custos de monitorização, aos da teoria positiva da contabilidade (Watts e Zimmerman 1978) segundo a qual a divulgação tende a reduzir o custo político, aos da teoria da legitimidade (Dowling e Pfeiffer 1975) e dos *stakeholders* (Freeman 1984) de acordo com as quais, quanto maior a dimensão maior o número dos vários grupos de interesse a cujas expectativas a empresas procuram

corresponder. Igualmente, favorece os argumentos de que maiores empresas aproveitam melhor o efeito das economias de escala nos custos de produção de informação (Raffournier 1995) e de que são aquelas que possuem pessoal mais qualificado para o efeito (Cooke 1989).

Confirmando, também, os resultados maioritários de outras investigações (Lajili e Zéghal 2005; Mohobbot 2005; Linsley e Shrivies 2006; Abraham e Cox 2007; Abraham, Solomon et al. 2007; Amran, Bin et al. 2009; Rajab e Handley-Schachler 2009; Tirado e Cabedo 2009; Atan, Maruhun et al. 2010; Dobler, Lajili et al. 2011) o risco das empresas, representado nos modelos explicativos deste trabalho pelo rácio de endividamento, não se revelou associado, nem positiva nem negativamente, ao número de divulgações de risco, contrariando as predições da teoria da agência e da teoria positiva da contabilidade segundo as quais empresas de maior risco estão sujeitas a maiores custos de monitorização e políticos e, portanto, teriam tendência a divulgar mais para os reduzir, contrariando o argumento de que as empresas de maior risco tenderiam a divulgar menos para evitar custos de sensibilidade comercial (Dobler, Lajili et al. 2011) e também o argumento localizado na teoria da sinalização de que os gestores de empresas de menor risco tenderiam a divulgar sobre o risco para sinalizar as suas capacidades de gestores (Spence 2000), não se verificando, assim, nem uma motivação para a divulgação (*revealing argument*) nem para a ocultação (*concealing argument*) referidas por Dobler (2008).

A rendibilidade das empresas, medida pelo rácio do retorno do investimento, não se mostrou explicativa do número de divulgações, a exemplo dos resultados de investigações anteriores (Lajili e Zéghal 2005; Mohobbot 2005; Tirado e Cabedo 2009), contrariando os argumentos da teoria da sinalização, de acordo com os quais os gestores de empresas mais rentáveis tenderiam a assinalar a sua capacidade de gestores por via de mais divulgação e da teoria da agência que, em sentido contrário, prediz que as empresas de menor rendibilidade têm maior risco e, por esse motivo, maiores custos de contratação que tenderiam a ser reduzidos por mais divulgação.

Os resultados da comparação das médias das divulgações dos diferentes grupos de países, em 2007, revelaram que as empresas de países de origem germânica efetuaram, em média, mais divulgações do que as empresas de países de origem francófona e latina, não havendo diferenças entre a média das divulgações destes dois grupos de países. Porém, no caso específico das divulgações de riscos financeiros não se registaram diferenças entre as médias das divulgações das empresas de qualquer dos tipos de países. Os dados, que em termos globais, corroboram os

resultados de outras investigações (Hörling e Gründl 2011) podem, eventualmente, ser parcialmente explicados pela existência de uma norma específica de divulgação dos riscos na Alemanha.

O facto de não haver diferenças significativas nas divulgações de riscos financeiros entre grupos de países pode ter como explicação a existência de requisitos de divulgação específicos para esta tipologia de risco nas normas internacionais de contabilidade, a que todas as empresas da amostra estão obrigadas, enquanto as divulgações dos riscos não financeiros são efetuadas predominantemente numa base de quasi obrigatoriedade deixando mais espaço a outras causas.

A situação em 2011 é já diferente, não havendo diferenças nas médias das divulgações das empresas dos diferentes tipos de países, nem em termos globais, nem nas duas tipologias de risco, o que pode refletir a adesão das grandes empresas dos três grupos de países a *standards* de divulgação mais elevados e compatíveis com a legislação entretanto generalizada na europa, tanto para as divulgações de fatores de risco como para as divulgações de conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão do risco, esbatendo, assim, as diferenças entre as práticas de divulgação das empresas dos diferentes países.

Contudo, o facto de as empresas serem originárias de países de origem germânica e não latina revelou-se explicativo do número de divulgações totais, de riscos financeiros e do tipo de divulgações de risco, enquanto o facto de serem originárias de países francófonos e não latinos não revelou qualquer capacidade explicativa do número de divulgações nos modelos de regressão das divulgações do ano de 2011. Esta aparente contradição com os resultados das comparações entre as médias de divulgação dos grupos de países terá de ser percebida considerando o efeito da presença de outras variáveis no modelo de regressão e poderá significar que, controlado pelo efeito dessas outras variáveis, o facto de as empresas serem de origem germânica continua a ser explicativo do número de divulgações, não o sendo o facto de serem originárias de países de origem francófona ou latina.

Globalmente, estes resultados, obtidos de uma amostra de países todos eles de uma tradição de *code law*, em concordância com as conclusões de outras investigações sobre divulgações de riscos em empresas do setor financeiro (Woods, Dowd et al. 2008; Hörling e Gründl 2011), poderiam ser interpretados à luz da teoria da influência cultural de desenvolvimento dos sistemas contabilísticos e das práticas de divulgação de Gray (Gray 1988). Contudo, tratando-se de

divulgações de riscos, não se poderá deixar de ter presente que a Alemanha é o único país onde existe uma norma específica de divulgação e, portanto, este pode ser, também, um fator justificativo dos resultados obtidos.

As empresas de setores industriais não divulgaram significativamente mais do que as empresas de setores não industriais, nem em termos globais, nem em qualquer das tipologias de risco. Nos modelos explicativos de regressão linear o facto de as empresas pertencerem a um setor industrial também não se mostrou explicativo do número de divulgações.

Estes resultados, que contrariam os encontrados por Beretta e Bozzolan (2004) e por Rajab e Handley-Schachler (2009), sugerem que, quando as empresas atingem um limiar suficientemente grande de dimensão e exposição, não se validam aos argumentos das teorias institucional e da sinalização evocadas por Inchausti (1997) e do custo político evocada por Adams (1998) segundo os quais as empresas de setores de atividade mais expostos a pressão institucional e a exposição pública tendem a adotar práticas diferentes de divulgação, não tanto para comunicar nova informação mas sim para satisfazer as expectativas e evitar o custo político.

Os resultados, aliás, sugerem que esses mecanismos agem de igual forma nos diferentes setores de atividade desde que as empresas se localizem nesse limiar, como é o caso de todas as da amostra analisada.

As empresas cotadas, simultaneamente, nos EUA, em 2007, efetuaram, em média, mais divulgações do que as não cotadas, tanto em termos globais como nas diferentes tipologias de risco. Porém, em 2011, não se verificaram diferenças nas médias de divulgação das empresas cotadas e não cotadas nos EUA. Nos modelos de regressão aplicados aos índices de divulgação do ano de 2011 o facto de as empresas estarem cotadas nos EUA também não se mostrou explicativo do número de divulgações.

Os resultados contrariam os de Abraham e Cox (2007), os de Rajab e Handley-Schachler (2009) e os de Höring and Gründl (2011) e, embora “surpreendentes”, podem estar relacionados com o acréscimo substancial verificado nas divulgações de 2007 para 2011 que traduzem a adesão das empresas europeias a *standards* de quantidade de divulgações mais elevados, esbatendo a diferença que ainda se observava em 2007.

9.1.5 Discussão dos resultados no âmbito da discussão global da divulgação dos riscos empresariais

A abordagem à divulgação dos riscos empresariais terá de ser efetuada tendo presente as características subjetivas do conceito de risco e a consequente dificuldade de quantificação, mais saliente nos riscos não financeiros.

Na perspetiva do funcionamento dos mercados, incentivos adequados à divulgação, de natureza económica, de agência, políticos, de sinalização e de legitimidade, ponderados pelos custos da divulgação, deveriam proporcionar níveis aceitáveis de divulgação. Contudo, dúvidas sobre os reais incentivos económicos à divulgação e a necessidade de ponderar as vantagens da divulgação para o mercado em geral, podem justificar a regulação da informação dos riscos empresariais.

Muito embora toda a informação divulgada pelas empresas possa fornecer alguma indicação sobre os riscos, o debate centra-se na necessidade dos utilizadores da informação financeira, atuais acionistas, investidores potenciais e restantes *stakeholders*, terem acesso a informação específica que lhes permita avaliar o perfil de risco das empresas, uma vez que as decisões de investimento incorporam as duas variáveis de rendibilidade e de risco e o modelo de reporte financeiro tradicional está mais centrado na disponibilização de informação sobre a rendibilidade, muito embora o atual paradigma contabilístico tenda a valorizar o objetivo de valoração das empresas (*valuation*) a par do objetivo de controlo (*stewardship*), privilegiando, em muitos casos, a relevância à fiabilidade da informação.

Para aceder ao perfil de risco das empresas é imprescindível ter informação de natureza essencialmente prospetiva (Hodgkinson, Anderson et al. 1997; Solomon, Solomon et al. 2000; ICAEW 2011) e quantificada (Abraham, Marston et al. 2012). A informação histórica, que pode ser objeto de verificação e auditada, fornece também alguma informação sobre os riscos, mas apenas pode ter capacidade preditiva na medida em que o futuro replique as tendências do passado o que, nas atuais características do funcionamento das economias globais sujeitas a acentuada turbulência, é cada vez menos frequente.

Contrariamente ao tido como desejável, a literatura documenta uma informação deficiente sobre os riscos empresariais, divulgada minoritariamente de forma quantificada e sobre o futuro, o que origina uma limitação significativa na capacidade de os investidores e acionistas verem satisfeitas as suas necessidades de informação de forma adequada.

O presente trabalho, ao aprofundar a análise sobre a caracterização das divulgações efetuadas mediante autonomização das divulgações neutras e sem orientação temporal e evidenciando o efeito específico de cada tipo de divulgação, vem aprofundar e reforçar a evidência anterior, salientando que a maior parte das divulgações globais é feita sem quantificação, de forma neutra e sem orientação temporal.

Verifica-se, também, que nas divulgações efetuadas com impacto e com orientação temporal não há uma diferença significativa entre, por um lado, as boas e as más notícias e, por outro, entre as relativas ao passado e ao futuro, dependendo essa predominância da tipologia de risco em causa. Este facto pode revelar que, nas divulgações de fatores de risco, excluindo as de gestão de risco e de conformidade dos sistemas, as empresas de maior dimensão e exposição, representadas pela amostra, apresentam padrões de divulgação mais compatíveis com os que se entende satisfazerem melhor as necessidades dos utilizadores.

Quando, globalmente, se analisam as combinações destas características, a predominância é nas de conteúdo reduzido, sem quantificação, neutras e sem orientação temporal, mas esse comportamento está influenciado pela presença neste grupo de todas as divulgações de gestão do risco, as de conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão do risco e as de fatores de risco efetuadas de forma genérica, configurando o tipo de divulgação *boilerplate*.

A localização das divulgações é dispersa por diferentes locais, com características diferentes para os riscos financeiros e para os não financeiros, não favorecendo um acesso fácil à informação por parte dos utilizadores, tendo-se verificado que algumas empresas repetem no relatório de gestão as divulgações efetuadas no anexo.

A evolução verificada de 2007 para 2011, assinalando um aumento significativo do número total de divulgações, consistiu no aumento mais acentuado das divulgações de riscos não financeiros, e no aumento das divulgações de conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão do risco, as quais não se revestem das características tidas como úteis aos utilizadores.

Os dados sugerem que, considerando o total das divulgações, de 2007 para 2011 divulgou-se mais mas não se divulgou melhor, conforme assinalado pelo ICAEW (2011) tendo aumentado o *gap* entre as divulgações de pior e as de melhor conteúdo informativo.

Estes resultados, que fornecem nova evidência e reforçam conclusões de anteriores investigações, podem confirmar a falta de incentivos económicos para as empresas que divulgam melhor e

confirmar que os custos da divulgação, em especial o da relutância em divulgar informação proprietária e o de litigância, são relevantes nas decisões de divulgar sobre os riscos.

Subsiste pois em aberto a questão de definir um figurino de regulação que garanta a eficácia desejada já que os resultados sugerem limitações no atual.

O IASB, que inicialmente admitiu que o *Discussion Paper* sobre o *Management Commentary* fosse convertido numa norma tornando vinculativas um conjunto de divulgações sobre os riscos empresariais, acabou por transformá-lo numa *Practice Statement* não vinculativa que as empresas não necessitam de elaborar para cumprir com as IFRS's.

Uma demonstração autónoma de riscos e incertezas a incorporar o conjunto das demonstrações financeiras foi proposta pelo ICAEW (Hodgkinson, Anderson et al. 1997) mas foi, posteriormente, abandonada após constatação de pouca disponibilidade por parte das empresas e do receio que proporcionasse divulgações muito gerais.

Embora com características diferentes da proposta do ICAEW, uma demonstração autónoma com informação dos riscos foi também sugerida por Cea García (1992; 1995) com o argumento central de que, se se aceita como axioma a divulgação de informação contabilística clássica por ser um direito da propriedade formal das empresas, a lei deveria estender a mesma exigência à informação relativa ao risco dos proprietários, em especial no caso das cotadas em bolsa onde se verifica uma quase total separação entre a propriedade e a gestão, em que eventuais custos de divulgação não deveriam ser tidos em conta.

Essa demonstração, como proposto também por Lopo (1999), deveria conter uma descrição qualitativa e quantitativa – com um conjunto de indicadores básicos - que refletisse o ambiente de risco em que o resultado foi obtido.

Um quadro legal com essas características poderia proporcionar uma informação mais próxima das necessidades dos utilizadores, ao invés do que acontece com o atual regime de divulgação quase voluntária.

Nos EUA, a regulação evoluiu no sentido de uma maior efetividade, tornando-se obrigatória a divulgação dos riscos e incertezas num capítulo próprio nas formas 10 K, o que parece ser um reconhecimento da argumentação de Cea García (1992), e a evidência de dois trabalhos recentes sobre as divulgações efetuadas de acordo com estes requisitos (Campbell, Chen et al. 2010;

Kravet e Muslu 2011) é no sentido de que a informação divulgada tem utilidade para os utilizadores e tem capacidade de revelar novos conteúdos.

Mas a evidência revelada pelas investigações às divulgações de riscos das empresas alemãs, único país que tem uma norma própria para a divulgação obrigatória dos riscos, é de que a qualidade da informação melhorou apenas ligeiramente (Dobler 2004).

Uma limitação que a regulação da divulgação dos riscos enfrenta é a necessidade de ser suficientemente flexível para acomodar as diferenças de perfil de risco de cada empresa determinadas tanto pelas suas opções organizacionais, como pelo setor de atividade, o que impossibilita uma padronização demasiado rígida do tipo e forma da divulgação.

Uma outra limitação da informação sobre os riscos, que dificilmente a regulação conseguirá ultrapassar, é a da possibilidade de confirmação. Tratando-se essencialmente de informação prospetiva, a componente de informação com essas características é insuscetível de confirmação *ex ante* e difícil de sujeitar a verificação pelos auditores, permitindo sempre estratégias de divulgação discricionárias em que relevam os custos de divulgação e os interesses dos gestores.

A imposição da divulgação, por via da regulação, poderá ter a vantagem de levar as empresas à implementação de sistemas internos de gestão do risco eficientes que garantam a existência da informação e essa parece ter sido a opção seguida nos códigos de governo corporativo, embora as divulgações de conformidade de tais sistemas, por si só, não assegurem melhor qualidade de informação sobre os riscos e possam resultar, como salienta Power (2004), num mecanismo de autojustificação e gestão dos riscos pessoais dos gestores. Por outro lado, a existência de bons sistemas de gestão do risco não garante informação perfeita, uma vez que subsiste sempre a dúvida sobre uma capacidade de previsão completa e, portanto, há sempre lugar à possibilidade de discricionarietà (Dobler 2008).

O debate sobre a melhor forma de assegurar qualidade à divulgação dos riscos das empresas permanece, portanto, em aberto, sendo necessário continuar a investigação para permitir um melhor conhecimento da realidade que viabilize opções de regulação eficazes.

9.2 Conclusões

Este estudo analisa a forma como são efetuadas as divulgações relacionadas com o risco das empresas não financeiras, de influência continental, do Índice Stoxx 50, investiga as alterações no número e forma das divulgações verificadas do ano de 2007 para o ano de 2011 e testa a possibilidade de o número de divulgações ser explicado por um conjunto de características das empresas, designadamente, a dimensão, a rendibilidade, o risco, o setor de atividade, o facto de estarem simultaneamente cotadas nos EUA e o país de origem.

Nesta perspectiva, as principais conclusões que se obtém da nossa análise são:

- 1) Os resultados realçam a necessidade de, na análise das divulgações relacionadas com os riscos, se ter em consideração as diferentes tipologias de riscos divulgados bem como os diferentes tipos de divulgação que se revestem de características específicas e emanam de requisitos regulatórios diferenciados.
- 2) O padrão de divulgação identificado nas empresas da amostra é caracterizado por uma maior prevalência de divulgações de riscos não financeiros, comparativamente às de riscos financeiros, e de divulgações de fatores de risco comparativamente às de gestão de risco e de conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão do risco, embora estes dois últimos tipos, que apresentam pouco conteúdo informativo, representem, conjuntamente, cerca de 35% do total, com especial relevo nos riscos financeiros, onde representam cerca de 45%.
- 3) As divulgações globais são efetuadas maioritariamente de forma não quantificada, sem diferenças significativas entre as neutras e as que evidenciam um impacto, sendo predominantes as que informam de um impacto negativo relativamente às de impacto positivo, maioritariamente sem orientação temporal e maioritariamente sobre o passado relativamente às relativas ao futuro.
- 4) O padrão de divulgação global resulta de dois padrões de divulgação diferentes dos riscos financeiros, menos divulgados, e dos não financeiros, mais divulgados.
- 5) Ambas as tipologias de risco são divulgadas maioritariamente de forma não quantificada, embora de forma menos acentuada nos riscos financeiros.
- 6) Os riscos financeiros são divulgados maioritariamente de forma neutra e sem diferenças significativas entre as boas e as más notícias e os riscos não financeiros são divulgados

- sem diferenças significativas entre as divulgações neutras e as de impacto, com mais divulgações de impacto negativo do que positivo.
- 7) Os riscos financeiros são divulgados maioritariamente sem orientação temporal e com mais divulgações sobre o passado do que sobre o futuro, enquanto os riscos não financeiros são divulgados sem diferenças entre as divulgações sem orientação temporal e as que evidenciam orientação temporal e sem diferenças significativas entre as referentes ao passado e ao futuro.
 - 8) Na combinação das diferentes características semânticas, classificadas em quatro grupos de diferente conteúdo informativo, as de conteúdo reduzido são predominantes, tanto em termos globais como nas diferentes tipologias de risco, seguidas das de conteúdo bom, das de conteúdo moderado e sendo minoritárias as de conteúdo informativo elevado. A maior parte das divulgações situa-se nos grupos de conteúdo reduzido e moderado e a menor parte situa-se no grupo de conteúdo informativo elevado.
 - 9) A predominância de divulgações de conteúdo informativo reduzido é muito influenciada pelo número de divulgações de gestão de risco e de conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão do risco.
 - 10) No que respeita aos locais onde a divulgação é efetuada, o relatório de gestão é local que contém mais informação global sobre os riscos, seguido do anexo e do relatório de governo corporativo, mas no anexo são divulgados mais riscos financeiros do que não financeiros e no relatório de gestão são divulgados mais riscos não financeiros do que financeiros, o que reflete os requisitos da regulação.
 - 11) O número de divulgações cresceu substancialmente de 2007 para 2011, provavelmente em resposta à pressão institucional para uma maior transparência resultante da crise financeira iniciada em 2007 e em cumprimento dos requisitos da regulação implementados.
 - 12) Esse crescimento foi mais acentuado nas divulgações de riscos não financeiros e nas divulgações de conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão do risco.
 - 13) O crescimento do número total de divulgações não foi acompanhado de uma melhoria nas características da informação que permitiriam satisfazer, adequadamente, as necessidades dos utilizadores da informação para avaliarem os riscos das empresas e, globalmente,

parece confirmar-se que se assiste a uma maior divulgação formal mas a uma substancial não divulgação, como refere o ICAEW (2011).

- 14) As empresas de maior dimensão e exposição, representadas pela amostra, parecem apresentar, nas divulgações de fatores de risco, padrões de divulgação mais próximos dos que são considerados úteis para os utilizadores.
- 15) Não obstante todas as empresas da amostra pertencerem a um índice de *blue chips*, a dimensão das empresas revelou-se o fator explicativo de maior significado no número de divulgações, num modelo de regressão linear múltipla aplicado a diferentes índices de divulgação, confirmando a grande maioria de investigações anteriores, tanto na divulgação em geral como na dos riscos, em particular.
- 16) Nem a rendibilidade, medida pela rendibilidade dos ativos, nem o risco, medido pelo rácio de endividamento, se mostraram explicativos do número de divulgações, quer globais quer por tipologia de risco, quer por tipo de divulgação.
- 17) O facto de as empresas serem originárias de países germânicos, e não latinos, revelou-se um fator explicativo do número de divulgações totais, de riscos financeiros e de divulgações de risco, enquanto o facto de as empresas serem oriundas de países francófonos, e não latinos, não se revelou explicativo do número de divulgações. Os resultados podem ter origem em determinantes culturais mas podem, também, estar relacionados com a existência na Alemanha de uma norma específica para a divulgação dos riscos.
- 18) Contrariando muita da evidência anterior, nem o facto de as empresas pertencerem a um setor de atividade industrial nem a circunstância de estarem cotadas nos EUA se mostraram explicativos do número de divulgações. Estes resultados poderão estar relacionados com o facto de todas as empresas da amostra serem de grande dimensão e todas sujeitas a níveis elevados de pressão institucional o que as fará adotar *standards* de quantidade de divulgação que esbatem as diferenças induzidas pelo setor de atividade e pela cotação múltipla nos EUA.

9.3 Limitações e sugestões para investigações futuras

O presente trabalho, a exemplo de todas as investigações, apresenta algumas limitações que devem ser tidas em consideração quando da interpretação dos resultados e das conclusões.

A recolha de informação por análise de conteúdo manual é, por inerência, um processo que envolve juízo e tem sempre associada alguma subjetividade que pode prevalecer mesmo quando, como no caso presente, são adotados mecanismos de salvaguarda da fiabilidade.

O tamanho da amostra utilizada pode levar a restrições na generalização dos resultados, ainda que tenham sido utilizados tratamentos estatísticos adequados. Esta limitação está, igualmente, associada à metodologia de análise de conteúdo manual que, para permitir efetuar investigação em tempo útil, não possibilita o tratamento de amostras de grande dimensão.

A quantidade de divulgações, grandeza na qual assentam os resultados do trabalho, não é, inequivocamente, sinónimo da qualidade da divulgação. Tratando-se de uma investigação sobre divulgação de informação corporativa e sendo esta, por natureza, um constructo abstrato que não pode ser medido diretamente, a qualidade da informação é difícil de aferir pese embora a utilização de uma grelha de análise que incorporou características semânticas das divulgações e a agregação do número de divulgações em grupos de conteúdos informativos.

A qualidade da informação pode ser avaliada por processos diferentes do utilizado neste trabalho que podem ser propostas de investigação futura. Uma possibilidade é a realização de estudos sobre a opinião dos utilizadores da informação, quanto às características desejadas das divulgações sobre os riscos (*behavioral accounting research*). Outra possibilidade é a investigação de eventuais associações entre o comportamento de variáveis do mercado de capitais e número de divulgações (*market based accounting research*).

O método de análise estatística utilizado para explicar o número de divulgações foi a regressão linear múltipla, a qual é sensível à relação entre a dimensão da amostra e o número de variáveis que integram o modelo explicativo. A inclusão de outras variáveis independentes poderia, eventualmente, ter resultado num modelo de maior capacidade explicativa.

Futuras investigações podem incidir sobre amostras de maior dimensão, permitindo uma maior possibilidade de generalização dos resultados e a adoção de modelos explicativos mais completos.

10 BIBLIOGRAFIA

- AAA (1966). A Statement on Basic Accounting Theory (ASOBAT). Evanston, American Accounting Association.
- Abraham, S. e P. Cox (2007). "Analysing the determinants of narrative risk information in UK FTSE 100 annual reports." The British Accounting Review 39(3): 227-248.
- Abraham, S., C. Marston, et al. (2012). Risk reporting: clarity, relevance and location. Edinburgh, ICAS - Institute of Chartered Accountants of Scotland.
- Abraham, S., A. Solomon, et al. (2007). A Ranking of Risk Disclosure in UK Annual Reports.
- Adams, C. A., W.-Y. Hill, et al. (1998). "Corporate Social Reporting Practices in Western Europe: Legitimizing Corporate Behaviour?" The British Accounting Review 30(1): 1-21.
- Admati, A. R. e P. Pfleiderer (2000). "Forcing firms to talk: financial disclosure regulation and externalities." The Review of Financial Studies 13(3): 479-519.
- Ahmed, K. e J. K. Courtis (1999). "Associations Between Corporate Characteristics and Disclosure Levels in Annual Reports: A Meta-Analysis." The British Accounting Review 31(1): 35-61.
- AICPA (1987). Report of the Task Force on Risks and Uncertainties. New York, American Institute of Certified Public Accountants.
- AICPA (1994a). "Improving Business Reporting - A Customer Focus", *Comprehensive Report of the Special Committee on Financial Reporting*. New York, American Institute of Certified Public Accountants.
- AICPA (1994b). Disclosure of Certain Significant Risks and Uncertainties. Statement of Position 94-6. New York, American Institute of Certified Public Accountants.
- Akerlof, G. (1970). "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism." Quarterly Journal of Economics 84(3).
- Amihud, Y. e H. Mendelson (1986). "Asset pricing and the bid-ask spread." Journal of Financial Economics 17(2): 223-249.
- Amran, A., A. M. R. Bin, et al. (2009). "Risk reporting - An exploratory study on risk management disclosure in Malaysian annual reports." Managerial Auditing Journal 24(1): 39-57.
- Armitage, S. e C. Marston (2008). "Corporate disclosure, cost of capital and reputation: Evidence from finance directors." The British Accounting Review 40(4): 314-336.

- ASSC (1975). The corporate report. London, Accounting Standards Steering Committee.
- Atan, R., E. N. S. Maruhun, et al. (2010). "Annual risk reporting of listed companies in Malaysia." Journal of Modern Accounting & Auditing 6(8): 26-37.
- Bailey, W., G. Andrew Karolyi, et al. (2006). "The economic consequences of increased disclosure: Evidence from international cross-listings." Journal of Financial Economics 81(1): 175-213.
- Bamber, M. e K. McMeeking (2010). "An examination of voluntary financial instruments disclosures in excess of mandatory requirements by UK FTSE 100 non-financial firms." Journal of Applied Accounting Research 11(2): 133-153.
- Baumann, U. e E. Nier (2004). "Disclosure, Volatility, and Transparency: An Empirical Investigation Into the Value of Bank Disclosure." Economic Policy Review (19320426) 10(2): 31-45.
- BCBS (1998). Enhancing Bank Transparency. Basle, Basle Committee on Banking Supervision: 1-26.
- BCBS (2006). International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework. Basle, BIS.
- Beattie, V. (2000). "The future of corporate reporting." Irish Accounting Review 7(1): 1-36.
- Beattie, V. (2005). "Moving the financial accounting research front forward: the UK contribution." The British Accounting Review 37(1): 85-114.
- Beattie, V., B. McInnes, et al. (2004). "A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes." Accounting Forum 28(3): 205-236.
- Beattie, V. e S. J. Thomson (2007). "Lifting the lid on the use of content analysis to investigate intellectual capital disclosures." Accounting Forum 31(2): 129-163.
- Beck, A. C., D. Campbell, et al. (2010). "Content analysis in environmental reporting research: Enrichment and rehearsal of the method in a British-German context." The British Accounting Review 42(3): 207-222.
- Beretta, S. e S. Bozzolan (2004). "A framework for the analysis of firm risk communication." The International Journal of Accounting 39(3): 265-288.
- Beretta, S. e S. Bozzolan (2008). "Quality versus Quantity: The Case of Forward-Looking Disclosure." Journal of Accounting, Auditing & Finance 23(3): 333-375.
- Berger, T. e W. Gleißner (2006). "Risk Reporting and Risks Reported: A Study on German HDAX-Listed Companies 2000 to 2005." 5th International Conference on Money, Investment & Risk.
- Berle, A. e G. Means (1932). The Modern Corporation and Private Property.

- Berry, C. B. e S. J. Brown (1985). "Differential Information and Security Market Equilibrium." Journal of Financial and Quantitative Analysis(20): 407-422.
- Beyer, A., D. A. Cohen, et al. (2010). "The financial reporting environment: Review of the recent literature." Journal of Accounting and Economics 50(2-3): 296-343.
- Bini, L., F. Giunta, et al. (2010). "Signalling Theory and Voluntary Disclosure to the Financial Market - Evidence from the Profitability Indicators Published in the Annual Report." SSRN eLibrary.
- Bishop, M. (1996). Corporate risk management: A new nightmare in the boardroom. The Economist. London, United States, London, The Economist Intelligence Unit. 338: S3-S3.
- Boritz, J. E. (1990). Approaches to Dealing with Risk and Uncertainty. Toronto, The Canadian Institute of Chartered Accountants.
- Botosan, C. A. (1997). "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital." The Accounting Review 72: 323-349.
- Botosan, C. A. (2004). "Discussion of a Framework for the Analysis of Firm Risk Communication." The International Journal of Accounting 39: 289-295.
- Botosan, C. A. (2006). "Disclosure and the cost of capital: what do we know?" Accounting & Business Research, International Accounting Policy Forum: 31-40.
- Botosan, C. A. e M. A. Plumlee (2002). "A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital." Journal of Accounting Research 40(1): 21-40.
- Bowman, E. H. (1984). "Content analysis of annual reports for corporate strategy and risk." Interfaces 14: 61-71.
- Bozzolan, S. e E. Ipino (2007). "Information Asymmetries and IPO Underpricing: The Role of Voluntary Disclosure of Forward-Looking Information in the Prospectus." SSRN eLibrary.
- Bozzollan, S. e S. Beretta (2004). "A framework for the Analysis of firm Risk Communication." The International Journal of Accounting 39: 265-288.
- Bryan, S. H. (1997). "Incremental information content of required disclosures contained in management discussion and analysis." The Accounting Review 72(2): 285-301.
- Bushman, R. M. e W. R. Landsman (2010). "The Pros and Cons of Regulating Corporate Reporting: A Critical Review of the Arguments." SSRN eLibrary.
- Cadbury-Committee (1992). The Financial Aspects of Corporate Governance. London, The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance.

- Campbell, D., A. Cornelia Beck, et al. (2005). "A note on comparative language interrogation for content analysis: The example of English vs. German." The British Accounting Review 37(3): 339-350.
- Campbell, D. J. (2000). "Legitimacy Theory or Managerial Reality Construction? Corporate Social Disclosure in Marks and Spencer Plc Corporate Reports, 1969–1997." Accounting Forum 24(1): 80-100.
- Campbell, J. L., H. Chen, et al. (2010). "The Information Content of Mandatory Risk Factor Disclosures in Corporate Filings." SSRN eLibrary.
- Canibano, L., M. Garcia-Ayuso, et al. (2000). "Accounting for intangibles: A literature review." Journal of Accounting Literature 19: 102-130.
- Carlson, S., J. A. Loftus, et al. (2003). "The Challenge of Risk Reporting: Regulatory and Corporate Responses." Australian Accounting Review 13(31): 36-51.
- Carnap, R. (1962). Logical Foundations of Probability. Chicago, University of Chicago Press.
- CAS (2003). Overview of Enterprise Risk Management, Casualty Actuarial Society.
- Cea García, J. L. (1992). In Search of a Better and More Complete Accounting Information About the Income Risk. XV Congress of the European Accounting Association (EAA). Madrid.
- Cea García, J. L. (1995). "Aspectos Metodológicos de la Investigación Empírica en Contabilidad." Revista Española de Financiación y Contabilidad XXIV(85).
- Cea García, J. L. (1995). "La Información Contable Sobre el Riesgo Empresarial. Una necesidad insatisfecha." Boletín aeca (Asociación Española de Contabilidad Y Administración de Empresas)(38): 34-37.
- Christie, A. A. (1990). "Aggregation of test statistics -an evaluation of the evidence on contracting and size hypotheses." Journal of Accounting & Economics 12(1): 15-36.
- Clatworthy, M. e M. J. Jones (2003). "Financial reporting of good news and bad news: evidence from accounting narratives." Accounting & Business Research 33(3): 171-185.
- Coase, R. H. (1937). "The Nature of the Firm." Economica 4(16): 386-405.
- Coase, R. H. (1960). The Problem of Social Cost. Economic Analysis of the Law, Blackwell Publishing Ltd: 1-13.
- Coffee, J. C., Jr. (1984). "Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System." Virginia Law Review 70(4): 717-717.

- Cohen, J. (1960). "A coefficient of agreement for nominal scales." Educational and Psychological Measurement 20: 37-46.
- Cole, C. J. e C. L. Jones (2005). "Management Discussion and Analysis: A Review and Implications for Future Research." Journal of Accounting Literature 24(07374607): 135-174.
- Combes-Thuélin, E., S. Henneron, et al. (2006). "Risk regulations and financial disclosure: An investigation based on corporate communication in French traded companies." Corporate Communications 11(3): 303-326.
- Cooke, T. E. (1989). "Disclosure in the Corporate Annual Reports of Swedish Companies." Accounting and Business Research 19(74): 113-124.
- Cooke, T. E. e R. S. O. Wallace (1989). "Global Surveys of Corporate Disclosure Practices and Audit Firms: A Review Essay." Accounting & Business Research 20(77): 47-57.
- Copeland, T., T. Koller, et al. (1994). Valuation-Measuring and Managing the Value of Companies. New York, John Wiley & Sons, Inc.
- Corby, S. B. (1994). "On Risk and Uncertainty in Modern Society*." Geneva Papers on Risk & Insurance 19(3): 235-243.
- Core, J. E. (2001). "A review of the empirical disclosure literature: discussion." Journal of Accounting and Economics 31(1-3): 441-456.
- COSO (1992). Internal Control - Integrated Framework. New York, AICPA.
- COSO (2004). Enterprise Risk Management - Integrated Framework. New York, AICPA.
- Courtis, J. K. (2000). Expanding the Future Financial Corporate Reporting Package. Oxford, Blackwell Publishers.
- Courtis, J. K. (2004). "Corporate report obfuscation: artefact or phenomenon?" The British Accounting Review 36(3): 291-312.
- Cronbach, L. J. (1951). "Coefficient alpha and the internal structure of tests." Psychometrika 16: 297-334.
- Darrough, M. N. (1993). "Disclosure policy and competition: Cournot vs. Bertrand." The Accounting Review 68(3): 534-534.
- Demsetz, H. (1969). "Information and Efficiency: Another Viewpoint." Journal of Law and Economics 12(1): 1-22.
- Deumes, R. (2008). "Corporate Risk reporting - A Content Analysis of Narrative Risk Disclosures in Prospectuses." Journal of Business Communication 45(2): 120-157.

- Deumes, R. e W. R. Knechel (2008). "Economic Incentives for Voluntary Reporting on Internal Risk Management and Control Systems." Auditing: A Journal of Practice & Theory 27(1): 35-66.
- Dia, M. e D. Zéghal (2008). "Fuzzy evaluation of risk management profiles disclosed in corporate annual reports." Canadian Journal of Administrative Sciences / Revue Canadienne des Sciences de l'Administration 25(3): 237-254.
- Diamond, D. W. (1985). "Optimal Release of Information By Firms." Journal of Finance 40(4): 1071-1094.
- Diez, B. A. (2004). "El Nuevo Derecho de Sociedades y el Bon Gobierno en la Unión Europea." Partida Doble 153: 687-689.
- DiMaggio, J. e W. W. Powell (1983). "The iron cage revisited: institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields." American Sociological Review 48(2): 147-160.
- Djankov, S., E. Glaeser, et al. (2003). "The new comparative economics." Journal of Comparative Economics 31(4): 595-619.
- Dobler, M. (2003). "Auditing Corporate Risk Management - A Critical Analysis of a German Particularity." SSRN eLibrary.
- Dobler, M. (2004). Credibility of Managerial Forecast Disclosure - Game Theory and Regulatory Implications. Munich, Ludwig - Maximilians - University Munich.
- Dobler, M. (2005). How Informative is Risk Reporting? A Review of Disclosure Models. Munich, Munich School of Management.
- Dobler, M. (2005). "National and International Developments in Risk Reporting: May the German Accounting Standard 5 Lead the Way Internationally?" German Law Journal Vol. 6(No. 8): 1191-1200.
- Dobler, M. (2008). "Incentives for Risk Reporting - A Discretionary Disclosure and Cheap Talk Approach." The International Journal of Accounting 43: 184-206.
- Dobler, M., K. Lajili, et al. (2011). "Attributes of Corporate Risk Disclosure: An International Investigation in the Manufacturing Sector." Journal of International Accounting Research 10(2): 1-22.
- Donaldson, L. (1997). "A positivist alternative to the structure-action approach." Organization Studies 18(1): 77-92.
- Donaldson, T. e L. Preston (1995). "The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence and Implications." Academy of Management Review 20(1): 65-91.

- Douglas, M. (1992). Risk and the Blame Essays in Cultural Theory. London, Routledge.
- Douglas, M. e A. Wildavsky (1982). Risk and Culture: The Selection of Technological and Environmental Dangers. Berkeley, CA, University of California Press.
- Dowling, J. e J. Pfeffer (1975). "Organisational Legitimacy: Social Values and Organisational Behaviour." Pacific Sociological Review 18(1): 122-136.
- Dye, R. A. (1990). "Mandatory Versus Voluntary Disclosures: The Case of Financial and Real Externalities." The Accounting Review 65(1): 1-24.
- Dye, R. A. (2001). "An Evaluation of "Essays on Disclosure" and the disclosure Literature in Accounting." Journal of Accounting and Economics 32: 181-235.
- Easterbrook, F. H. e D. R. Fischel (1984). "Mandatory Disclosure and the Protection of Investors." Virginia Law Review 70(4): 669-669.
- Eccles, R. G. e S. C. Mavrinac (1995). "Improving the Corporate Disclosure Process." MIT Sloan Management Review 36(4): 11-11.
- Eisenhardt, K. M. (1989). "Agency Theory: An Assessment And Review." Academy of Management. The Academy of Management Review 14(1): 57-57.
- EU (2003). Directive 2003/51/EC of the European Parliament and of the Council. Strasbourg, Official Journal L 178 , 17/07/2003 P. 0016 - 0022.
- EU (2004). Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council. Strasbourg, Official Journal of the European Union.
- EU (2011). Report of the reflection group on the future of EU company law. Brussels, European Union.
- Fama, E. (1980). "Agency Problems and the Theory of the Firm." Journal of Political Economy 88: 288-307.
- Fama, E. F. e M. Jensen (1983). "Separation of Ownership and Control." Journal of Law and Economics 26: 301-325.
- FASB (1975). Accounting for Contingencies
Financial Accounting Standards Board.
- FASB (1978). Statement of Financial Accounting Concepts No. 1. Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises, Financial Accounting Standards Board.

- FASB (1980). Statement of Financial Accounting Concepts N° 2. Qualitative Characteristics of Accounting Information. Norwalk, Financial Accounting Standards Board.
- FASB (1994). SFAS 119 - Disclosure about Derivative Financial Instruments and Fair Value of Financial Instruments. Norwalk - USA, Financial Accounting Standards Board.
- FASB (1998). SFAS 133 Disclosure of information about financial instruments with off-balance-sheet risk and financial instruments with concentrations of credit risk. Norwalk, Financial Accounting Standards Board.
- FASB (2008). SFAS 161 Disclosures About Derivative Instruments and Hedging Activities, Financial Accounting Standards Board.
- FASB (2010). Statement of financial accounting concept n° 8. Conceptual Framework. Norwalk, Connecticut.
- FASB (2010). Statement of Financial Accounting Concepts No. 8. Conceptual Framework.
- Field, A. (2000). Discovering Statistics - using SPSS for Windows. London, Sage Publications Ltd.
- Finch, N. (2010). "Towards an Understanding of Cultural Influence on the International Practice of Accounting." Journal of International Business and Cultural Studies 2: 1-6.
- Finetti, B. (1937). "La Prévision: Ses Lois Logiques, Ses Sources Subjectives." Annales de l'Institut Henri Poincaré 7: 1-68.
- Fischhoff, B., S. R. Watson, et al. (1984). "Defining risk." Policy Sciences 17(2): 123-139.
- Freeman, R. E. (1984). Strategic Management: A stakeholder approach. Boston, Pitman.
- Friedman, A. e S. Miles (2002). "Developing Stakeholder Theory." Journal of Management Studies 39(1): 0022-2380.
- Garcia-Ayuso, M. (2003). "Factors explaining the inefficient valuation of intangibles." Accounting, Auditing & Accountability Journal 16(1): 57-69.
- GASB (2000). GAS 5 - German Accounting Standard N° 5 (Draft).
- Gjesdal, F. (1981). "Accounting for Stewardship." Journal of Accounting Research 19(1): 208-231.
- Graff, M. (2006). "Myths and Truths: The "Law and Finance Theory" Revisited." Jahrbuch für Wirtschaftswissenschaften 57(1): 51-76.

- Graham, J. R., C. R. Harvey, et al. (2005). "The economic implications of corporate financial reporting." Journal of Accounting and Economics 40(1-3): 3-73.
- Gray, R., R. Kouhy, et al. (1995a). "Corporate Social and Environment Reporting: A Review of the Literature and Longitudinal Study of UK Disclosure." Accounting Auditing and Accountability Journal 8(2): 47-77.
- Gray, R., R. Kouhy, et al. (1995b). "Methodological themes: Constructing a research database of social and environmental reporting by UK companies." Accounting, Auditing & Accountability Journal 8(2): 78.
- Gray, R., D. Owen, et al. (1996). Accounting and Accountability: Changes and Challenges in Corporate Social and Environmental Reporting.
- Gray, S. J. (1988). "Towards a Theory of Cultural Influence on the Development of Accounting Systems Internationally." Abacus 24(1): 1-15.
- Gray, S. J., G. K. Meek, et al. (1995). "International capital market pressures and voluntary annual report disclosures by U.S. and U.K. multinationals." Journal of International Financial Management & Accounting 6(1): 43-43.
- Grossman, S. J. (1981). "The role of warranties and private disclosure about product quality." Journal of Law and Economics(24): 461-483.
- Grossman, S. J. e O. D. Hart (1980). "Disclosure laws and takeover bids." Journal of Finance(35): 323-334.
- Grossman, S. J. e O. D. Hart (1980). "Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation." The Bell Journal of Economics 11(1): 42-64.
- Guo, R.-J., B. Lev, et al. (2004). "Competitive Costs of Disclosure by Biotech IPOs." Journal of Accounting Research 42(2): 319-355.
- Guthrie, J. (1983). Corporate social accounting and reporting: an australian empirical study. Brisbane, AAANZ conference.
- Guthrie, J., R. Petty, et al. (2004). "Using content analysis as a research method to inquire into intellectual capital reporting." Journal of Intellectual Capital 5(2): 282-293.
- Hackston, D. e M. J. Milne (1996). "Some determinants of social and environmental disclosures in New Zealand companies." Accounting, Auditing & Accountability Journal 9(1): 77-108.
- Hassan, M. K. (2009). "UAE corporations-specific characteristics and level of risk disclosure." Managerial Auditing Journal 24(7): 668-687.

- Hassan, O. e C. L. Marston (2010). "Disclosure Measurement in the Empirical Accounting Literature - A Review Article." SSRN eLibrary.
- Hassan, O. A. G., P. Romilly, et al. (2009). "The value relevance of disclosure: Evidence from the emerging capital market of Egypt." The International Journal of Accounting 44(1): 79-102.
- Healy, P. M. e K. G. Palepu (2001). "Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature." Journal of Accounting and Economics 31: 405-440.
- Helliar, C. V., A. A. Lonie, et al. (2002). "Managerial attitudes to risk: a comparison of Scottish chartered accountants and U.K. managers." Journal of International Accounting, Auditing and Taxation 11(2): 165-190.
- Hildebrandt, H. W. e R. D. Snyder (1981). "The Pollyanna Hypothesis in Business Writing: Initial Results, Suggestions for Research." Journal of Business Communication 18(1): 5-15.
- Hines, R. D. (1988). "Financial accounting: In communicating reality, we construct reality." Accounting, Organizations and Society 13(3): 251-261.
- Hodgkinson, R., J. Anderson, et al. (1997). Financial Reporting of Risk. Proposals for a Statment of Risk Business, Institute of Chartered Accountants in England and Wales.
- Hofstede, G. (1980). Culture's consequences: International differences in work related values. London, Sage Publications.
- Holland, J. B. (1998). "Private disclosure and financial reporting." Accounting and Business Research 28(4): 255-269.
- Holland, J. B. (2006). A Model of corporate financial communications. Edinburgh, The Institute of Chartered Accountants of Scotland.
- Holton, G. A. (2004). "Defining Risk." Financial Analysts Journal 60(6): 19-25.
- Höring, D. e H. Gründl (2011). "Investigating Risk Disclosure Practices in the European Insurance Industry." SSRN eLibrary.
- Hribar, P. (2004). "Discussion of Competitive Costs of Disclosure by Biotech IPOs." Journal of Accounting Research 42(2): 357-364.
- IASB (1998). IAS 34 Interim Financial Reporting, International Accounting Standards Board.
- IASB (2001). Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements, International Accounting Standards Board.

- IASB (2003). IAS 32 Financial Instruments: Presentation, International Accounting Standards Board.
- IASB (2005). IFRS 7 Financial Instruments: Disclosures International Accounting Standards Board.
- IASB (2005). Management Commentary. Discussion Paper. London, International Accounting Standards Board.
- IASB (2005). Management Commentary - London, International Accounting Standards Board. Discussion Paper.
- IASB (2007). IAS 1 Presentation of Financial Statements, International Accounting Standards Board.
- IASB (2009a). IAS 39 Financial Instruments: Recognition and Measurement, International Accounting Standards Board.
- IASB (2009b). IAS 37 Provisions, Contingent Liabilities and Contingent Assets, International Accounting Standards Board.
- IASB (2009e). Management Commentary. London, International Accounting Standards Board. Exposure Draft.
- IASB (2009f). IFRS 8 Operating Segments, International Accounting Standards Board.
- IASB (2010). The conceptual framework for financial reporting, International Accounting Standards Board.
- IASB (2010). IFRS Practice Statement - Management Commentary. A framework for presentation. London, IFRS Foundation.
- IASB (2010). Management Commentary - A framework for presentation. IFRS Practice Statement. London. <http://www.ifrs.org/NR/rdonlyres/9EA9F29A-3F34-4E39-9388-989B07563D4E/0/Managementcommentarypracticestatement8December.pdf>.
- IASB (1989). Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements, International Accounting Standards Committee.
- ICAEW (1999). No Surprises: The Case for Better Risk reporting. London, Institute of Chartered Accountants in England and Wales.
- ICAEW (2002). No Surprises: Working for Better Risk Reporting - Position Paper. London, Institute of Chartered Accountants in England and Wales.
- ICAEW (2004). New reporting models for business. London, Institute of Chartered Accountants of England and Wales.

- ICAEW (2009). Developments in new reporting models. London, Institute of Chartered Accountants of England and Wales.
- ICAEW (2011). Reporting Business Risks: Meeting the Expectations. London, Institute of Chartered Accountants of England and Wales.
- ICB. (2011). "Industry Classification Benchmark." from www.icbenchmark.com/ICBDocs/ICB_Product_Spec_Nov2011.pdf.
- Inchausti, A. G. (1997). "The influence of company characteristics and accounting regulation on information disclosed by Spanish firms." European Accounting Review 6(1): 45-68.
- IOSCO (2010). Objectives and principles of securities regulation, IOSCO - International Organization of Securities Commissions.
- Jensen, M. e W. Meckling (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." Journal of Financial Economics 11: 305-360.
- Jensen, M. C. (1983). "Organization Theory and Methodology." The Accounting Review 58(2): 319-319.
- Jensen, M. C. e W. H. Meckling (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure." Journal of Financial Economics 3(4): 305-360.
- Jones, M. J. e P. A. Shoemaker (1994). "Accounting narratives: A review of empirical studies of content and readability." Journal of Accounting Literature 13(07374607): 142-142.
- Jorgensen, B. N. e M. T. Kirschenheiter (2003). "Discretionary Risk Disclosures." Accounting Review 78(2): 449.
- Jorion, P. (1997). Value at Risk: The New Benchmark for Controlling Market Risk. Chicago, Irwin.
- Jorion, P. (2002). "How informative are value-at-risk disclosures?" The Accounting Review 77(4): 911-931.
- Kajüter, P. (2001). "Risikoerichterstattung: Empirische Befund und der Entwurf des DRS 5. ." Der Betrieb 54(3): 105-111.
- Kajüter, P. e C. Wincle (2002). "Zur informationsqualität der lageberichterstattung in deutschen Geschäftsbrichten." Steuern und Billlllanzen 19: 933-937.
- Kaplan, R. S. e D. P. Norton (1996). Using the balanced scorecard as a strategic management system. Harvard Business Review. Boston, United States, Boston, Harvard Business Review. 74: 75-75.
- Knight, F. (1921). Risk, Uncertainty, and Profit. S. Hart, and Marx. New York.

- Kothari, S. P., X. Li, et al. (2009). "The Effect of Disclosures by Management, Analysts, and Business Press on Cost of Capital, Return Volatility, and Analyst Forecasts: A Study Using Content Analysis." The Accounting Review 84(5): 1639-1670.
- Kothari, S. P., K. Ramanna, et al. (2010). "Implications for GAAP from an analysis of positive research in accounting." Journal of Accounting and Economics 50(2-3): 246-286.
- Kothari, S. P., S. Shu, et al. (2009). "Do Managers Withhold Bad News?" Journal of Accounting Research 47(1): 241-276.
- Kothari, S. P., L. Xu, et al. (2009). "The Effect of Disclosures by Management, Analysts, and Business Press on Cost of Capital, Return Volatility, and Analyst Forecasts: A Study Using Content Analysis." Accounting Review 84(5): 1639-1670.
- Kravet, T. D. e V. Muslu (2011). "Informativeness of Risk Disclosures in Corporate Annual Reports." SSRN eLibrary.
- Krippendorff, K. (2004). Content analysis - an introduction to its methodology. London, Sage Publications, Inc.
- Kropp, , et al. (1999). Enhancing Shareholder Wealth by Better Managing Business Risk, IFAC - FMAC.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, et al. (2006). "What Works in Securities Laws?" Journal of Finance 61(1): 1-32.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, et al. (1997). "Legal Determinants of External Finance." The Journal of Finance 52(3): 1131-1150.
- Lajili, K. e D. Zéghal (2005). "A Content Analysis of Risk Management Disclosures in Canadian Annual Reports." Canadian Journal Administrative Sciences 22(2): 125-142.
- Lang, M. e R. Lundholm (1993). "Cross-Sectional Determinants of Analysts Ratings of Corporate Disclosures." Journal of Accountig Research(31): 246-271.
- Lang, M. e R. Lundholm (1997). Voluntary Disclosure During Equity Offerings: Reducing Information Asymmetry or Hying the Stok. Michigan, University of Michigan Business School.
- Lang, M. H., K. V. Lins, et al. (2003). "ADRs, Analysts, and Accuracy: Does Cross Listing in the United States Improve a Firm's Information Environment and Increase Market Value?" Journal of Accounting Research 41(2): 317-345.
- Le Moigne, J. L. (1995). Les épistémologies construtivistes. Paris, Presses Universitaires de France.
- Lee, A. S. (1991). "INTEGRATING POSITIVIST AND INTERPRETIVE APPROACHES TO ORGANIZATIONAL RESEARCH." Organization Science 2(4): 342-365.

- Leftwich, R. (1980). "Market failure fallacies and accounting information." Journal of Accounting and Economics 2(3): 193-211.
- Leuz, C. e F. Oberholzer-Gee (2006). "Political relationships, global financing, and corporate transparency: Evidence from Indonesia." Journal of Financial Economics 81(2): 411-439.
- Leuz, C. e R. E. Verrecchia (1999). "The Economic Consequences of Increased Disclosure." SSRN eLibrary.
- Leuz, C. e P. D. Wysocki (2008). "Economic Consequences of Financial Reporting and Disclosure Regulation: A Review and Suggestions for Future Research." SSRN eLibrary.
- Lev, B. e P. Zarowin (1999). "The boundaries of financial reporting and how to extend them." Journal of Accounting Research 37(2): 353-385.
- Levine, R. (1999). "Law, Finance, and Economic Growth." Journal of Financial Intermediation 8(1-2): 8-35.
- Li, F. (2006). "Do Stock Market Investors Understand the Risk Sentiment of Corporate Annual Reports?" SSRN eLibrary.
- Lídia, O., R. Lúcia Lima, et al. (2006). "Firm-specific determinants of intangibles reporting: evidence from the Portuguese stock market." Journal of HRCA : Human Resource Costing & Accounting 10(1): 11-33.
- Lincoln, Y. S. e E. G. Guba (1985). Naturalistic Inquiry. Beverly Hills, CA, SAGE.
- Linsley, M. P. e P. J. Shrives (2000). "Risk management and reporting risk in the UK " Journal of Risk 3(1): 115-129.
- Linsley, M. P. e P. J. Shrives (2008). Mary Douglas, Risk and Accountting Failures, Critical Perspectives on Accounting.
- Linsley, P. e P. Kajuter (2008). "Restoring reputation and repairing legitimacy: a case study of impression management in response to a major risk event at Allied Irish Banks plc." International Journal of Financial Services Management 3(1): 65-82.
- Linsley, P. M. e P. J. Shrives (2005a). "Examining risk reporting in UK public companies." The Journal of Risk Finance 6(4): 292-305.
- Linsley, P. M. e P. J. Shrives (2005b). "Transparency and the disclosure of risk information in the banking sector." Journal of Financial regulation and Compliance 13(3): 205-214.
- Linsley, P. M. e P. J. Shrives (2006). "Risk reporting: A Study of Risk Disclosures in the Annual Reports of UK Companies." The British Accounting Review 38(4): 387-404.

- Linsley, P. M., P. J. Shriver, et al. (2006). "Risk Disclosure: An Exploratory Study of UK and Canadian Banks." Journal of Banking Regulation 7(4): 268-282.
- Linsmeier, T. J. e N. D. Pearson (1997). "Quantitative disclosures of market risk in the SEC release." Accounting Horizons 11(1): 107-135.
- Linsmeier, T. J., D. B. Thornton, et al. (2002). "The effect of mandated market risk disclosures on trading volume sensitivity to interest rate, exchange rate, and commodity price movements." The Accounting Review 77(2): 343-377.
- Lopo, R. V. (1999). Una Aproximación Conceptual a la Información del Riesgo Empresarial. Economía Financiera y Contabilidad. Santiago de Compostela, Santiago de Compostela. Phd.
- Lopo, R. V. (2001). "La Información Sobre el Riesgo Empresarial: Una visión panorámica." Partida Doble(121).
- Mahoney, P. (1995). "Mandatory disclosure as a solution to agency problems." University of Chicago Law Review(62): 1047-1112.
- Maines, L. A., E. Bartov, et al. (2002). "Recommendations on disclosure of nonfinancial performance measures." Accounting Horizons 16(4): 353-362.
- Maingot, M., T. Quon, et al. (2009). The effect of the financial crisis on enterprise risk management disclosures by Canadian Companies. Ottawa.
- March, J. G. e Z. Shapira (1987). "Managerial Perspectives on Risk and Risk Taking." Management Science 33(11): 1404-1418.
- Markowitz, H. M. (1952). "Portfolio Selection." The Journal of Finance: 77-01.
- Markowitz, H. M. (1991). "Foundations of Portfolio Theory." Journal of Finance 46(2): 469-477.
- Maroco, J. (2007). Análise Estatística - com utilização do SPSS. Lisboa, Edições Sílabo.
- Marston, C. L. e P. J. Shriver (1991). "The use of disclosure indices in accounting research: A review article." The British Accounting Review 23(3): 195-210.
- McMullen, D. A., K. Raghunandan, et al. (1996). "Internal control reports and financial reporting problems." Accounting Horizons 10(4): 67-75.
- Merton, R. C. (1987). "A Simple Model of Capital Market Equilibrium With Incomplete Information." The Journal of Finance(42): 483-510.
- Meyer, J. W. e B. Rowan (1977). "Institutionalized organizations: formal structure as myth and ceremony." The American Journal of Sociology 83(2): 340-363.

- Milgrom, P. e J. Roberts (1986). "Relying on the Information of Interested Parties." The RAND Journal of Economics 17(1): 18-32.
- Milgrom, P. R. (1981). "Good News and Bad News: Representation Theorems and Applications." The Bell Journal of Economics 12(2): 380-391.
- Miller, K. D. (1992). "A Framework for Integrated Risk Management in International Business." Journal of International Business Studies 23(2): 311-331.
- Milne, M. J. e R. W. Adler (1999). "Exploring the reliability of social and environmental disclosures content analysis." Accounting, Auditing and Accountability Journal 12(2): 327 - 356.
- Mohobbot, A. M. (2005). "Corporate risk reporting practices in annual reports of Japanese companies." Japanese Journal of Accounting 16(1): 113-133.
- Morris, R. D. (1987). "Signalling, Agency Theory And Accounting Policy Choice." Accounting and Business Research 18(69): 47-47.
- Nasi, J., S. Nasi, et al. (1997). "The Evolution of Corporate Social Responsiveness: An Exploratory Study of Finnish and Canadian Forestry Companies." Business and Society 3(6): 296-321.
- NCFFR (1987). Report of the national commission on fraudulent financial reporting. New York, National Commission on Fraudulent Financial Report.
- Neri, L. (2010). "The Informative Capacity of Risk Disclosure: Evidence from Italian Stock Market." SSRN eLibrary.
- Nielsen, C. (2004). Business Reporting: How Transparency Becomes a Justification Mechanism. Aarhus, Aarhus School of Business.
- Nielsen, C. (2004). Throug the Eyes of Analysts: A Content Analysis of Analyst Report Narratives. Working Paper. Aarhus, Aarhus Business School.
- OECD (2004). OECD Principles of Corporate Governnace. Paris, OECD.
- Oliveira, J., L. L. Rodrigues, et al. (2010). Public visibility and risk-related disclosures in Portuguese credit institutions. 4th European Risk Conference of the European Risk Research Network. Nottingham.
- Oliveira, J., L. L. Rodrigues, et al. (2011a). "Risk-related disclosures by non-finance companies: Portuguese practices and disclosure characteristics." Managerial Auditing Journal 26(9): 817-839.
- Oliveira, J., L. L. Rodrigues, et al. (2011b). "Voluntary risk reporting to enhance institucional and organizational legitimacy: evidence from Portuguese banks." Journal of Financial Regulation and Compliance 19(3): 271-289.

- Olivier, C. (1991). "Strategic Responses to Institutional Processes." Academy of Management. The Academy of Management Review 16(1): 145-145.
- Papa, M. (2007). Risk Disclosures in Italian IPO Prospeccuses: An Analysis of Manufacturing and IT Companies. Bari, Faculty of Economics/University of Bari: 40.
- Peltzman, S., M. E. Levine, et al. (1989). "The Economic Theory of Regulation after a Decade of Deregulation." Brookings Papers on Economic Activity. Microeconomics 1989(ArticleType: research-article / Full publication date: 1989 / Copyright © 1989 The Brookings Institution): 1-59.
- Pigou, A. (1938). The Economics of Welfare. London, Macmillan.
- Popper, K. R. (1977). The Logic of Scientific Discovery. London, Hutchinson.
- Posner, R. (1974). "Theories of Economic Regulation." Bell Journal of Economics and Management Science 5.
- Power, M. (2004). The Risk Management of Everything - rethinking the politics of uncertainty, Demos.
- Power, M. (2009). "The risk management of nothing." Accounting, Organizations and Society 34(6-7): 849-855.
- Quesada Sánchez, F. J. (2004). Aproximación a la metodología de la ciencia - Las ciencias sociales y la contabilidad. Cuenca, Ediciones de la Universidad de Castilla-La Mancha.
- Raffournier, B. (1995). "The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies." European Accounting Review 4(2): 261-280.
- Rajab, B. e M. Handley-Schachler (2009). "Corporate Risk Disclosure by UK Firms: Trends and Determinants." World Review of Entrepreneurship, Management and Sustainable Development Volume 5(3): 224 - 243
- Rajgopal, S. (1999). "Early evidence on the informativeness of the SEC's market risk disclosures: The case of commodity price risk exposure of oil and gas producers." The Accounting Review 74(3): 251-280.
- Reis, E. (2001). Estatística multivariada aplicada. Lisboa, Edições Sílabo.
- Ricciardi, V. (2004). "A Risk Perception Primer: A Narrative Research Review of the Risk Perception Literature in Behavioral Accounting and Behavioral Finance." SSRN eLibrary.
- Rosa, E. A. (1998). "Metatheoretical foundations for post-normal risk." Journal of Risk Research 1(1): 15-44.

- Roulstone, D. T. (1999). "Effect of SEC financial reporting release no. 48 on derivative and market risk disclosures." Accounting Horizons 13(4): 343-363.
- Ruland, W., J. Shon, et al. (2007). "Effective controls for research in international accounting." Journal of Accounting and Public Policy 26(1): 96-116.
- Rutherford, B. A. (2005). "Genre Analysis of Corporate Annual Report Narratives: A Corpus Linguistics-Based Approach." Journal of Business Communication 42(4): 349-378.
- Ryan, S. G. (1997). "A survey of research relating accounting numbers to systematic equity risk, with implications for risk disclosure policy and future research." Accounting Horizons 11(2): 82-95.
- Schipper, K. (2007). "Required Disclosures in Financial Reports." Accounting Review 82(2): 301-326.
- Schrand, M. C. e J. A. Elliot (1998). "Risk and Financial Reporting: A Summary of the Discussion at the 1997 AAA/FASB Conference." Accounting Horizons 12(3): 271-282.
- Schroeder, R. G. e M. W. Clark (1998). Accounting Theory - Text and Readings. New York, John Wiley & Sons, Inc.
- Scott, W. A. (1955). "Reliability of Content Analysis: The case of nominal scale coding." Public Opinion Quarterly 19: 321.325.
- SEC (1997). FRR 48 - Disclosure of Accounting Policies for Derivative Financial Instruments and Derivativa Commodity Instruments and disclosure of Quantitative and Qualitative Information about Market Risk Inherent in Derivative Financial Instruments, Other Financial Instruments and Derivative Commodity Instruments. Washington, Securities and Exchange Commission.
- SEC (2003). Commission Guidance Regarding Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations. S. a. E. Commission. <http://www.sec.gov/rules/interp/33-8350.htm>.
- SEC (2005). Internacional Sries Release 1294, Securities and Exchange Commission.
- SEC (2010). Form 10-K Instructions, Securities and Exchange Commission.
- Shleifer, A. (2005). "Understanding Regulation." European Financial Management 11(4): 439-451.
- Shleifer, A. e W. R. Vishny (1997). "A Survey of Corporate Governance." The Journal of Finance 52(2): 737-783.
- Shrader-Frechette, K. (1985). Risk Analysis and Scientific Method: Methodological and Ethical Problems with Evaluation Sicietal Hazards. Dordrecht, Reidel.

- Silva, J. S. (2004). "O Action Plan da Comissão europeia e o Contexto da Corporate Governance no Início do Sec XXI." Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários.
- Skinner, D. J. (1994). "Why Firms Voluntary Disclose Bad News." Journal of Accounting Research 32(1): 38-60.
- Smith Jr, C. W. e J. B. Warner (1979). "On financial contracting: An analysis of bond covenants." Journal of Financial Economics 7(2): 117-161.
- Smith, M. e R. J. Taffler (2000). "The chairman's statement - A content analysis of discretionary narrative disclosures." Accounting, Auditing & Accountability Journal 13(5): 624-646.
- Solomon, J. F., A. Solomon, et al. (2000). "A Conceptual Framework for Corporate Risk Disclosure Emerging from the Agenda for Corporate Governance Reform." British Accounting Review(32): 447-478.
- Solomon, M. B. e J. R. Cooper (1990). "Reporting on Internal Control: The SEC's Proposed Rules." Journal of Accountancy 169(6): 56-56.
- Spence, M. (1973). "Job Market Signaling." Quarterly Journal of Economics 87(3): 355-374.
- Spence, M. (2000). "Signaling in Retrospect and the Informational Structure of Markets." American Economic Review 92(3): 434-459.
- Stanton, P. e J. Stanton (2002). "Corporate annual reports: Research perspectives used." Accounting, Auditing & Accountability Journal 15(4): 478-500.
- Stigler, G. J. (1971). "The Theory of Economic Regulation." The Bell Journal of Economics and Management Science 2(1): 3-21.
- Stocken, P. C. (2000). "Credibility of Voluntary Disclosure." The RAND Journal of Economics 31(2): 359-374.
- Suchman, M. C. (1995). "Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches." Academy of Management. The Academy of Management Review 20(3): 571-571.
- Thietart, R. A., F. Allard-Poesi, et al. (2001). Doing management research - a comprehensive guide. London, SAGE Publications, Ltd.
- Tirado, J. M. e J. D. Cabedo (2004). "The Disclosure of Risk in Financial Statements." Accounting Forum 28: 181-200.
- Tirado, J. M. e J. D. Cabedo (2009). "Divulgación de Información sobre riesgos: una propuesta para su medición." Innovar 19(34): 121-134.

- Trombeta, M. (2002). La Decisión de Relevar Voluntariamente Información de La Empresa: Desde el Análisis Teórico a Una Propuesta Metodológica. U. C. I. d. Madrid. Madrid.
- Trueman, B. (1986). "Why Do Managers Voluntarily Release Earnings Forecasts?" Journal of Accounting & Economics 8(1): 53-53.
- Tua Pereda, J. (1983). Principios Y Normas de Contabilidad. Madrid, Instituto de Planificación Contable - Ministerio de Economía y Hacienda.
- Tversky, A. e D. Kahneman (1991). "Loss Aversion in Riskless Choice: A Reference-Dependent Model." The Quarterly Journal of Economics 106(4): 1039-1061.
- Unerman, J. (2000). "Methodological issues - Reflections on quantification in corporate social reporting content analysis." Accounting, Auditing & Accountability Journal 13(5): 667-680.
- Vandemaele, S., P. Vergauwen, et al. (2009) "Management risk reporting practices and their determinants - A study of Belgian listed firms."
- Vanstraelen, A., M. T. Zarzeski, et al. (2003). "Corporate Nonfinancial Disclosure Practices and Financial Analyst Forecast Ability Across Three European Countries." Journal of International Financial Management & Accounting 14(3): 249-278.
- Verrecchia, R. E. (1983). "Discretionary Disclosure." Journal of Accounting & Economics 5(3): 179-179.
- Verrecchia, R. E. (2001). "Essays on Disclosure." Journal of Accounting and Economics(32): 97-180.
- Wallman, S. M. H. (1995). "The future of accounting and disclosure in an evolving world: The need for dramatic change." Accounting Horizons 9(3): 81-81.
- Wallman, S. M. H. (1996). "The future of accounting and financial reporting part II: The colorized approach." Accounting Horizons 10(2): 138-138.
- Wallman, S. M. H. (1997). "The future of accounting and financial reporting, part IV: "Access" accounting." Accounting Horizons 11(2): 103-116.
- Watson, A., P. Shriver, et al. (2002). "Voluntary disclosure of accounting ratios in the UK." The British Accounting Review 34(4): 289-313.
- Watts, R. (2006). "What has the invisible hand achieved?" Accounting & Business Research 36(Special Issue): 51-61.
- Watts, R. e J. Zimmerman (1978). "Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards." Accounting Review LIII: 112-134.

- Watts, R. e J. Zimmerman (1979). "The demand for and the supply of accounting theories: the market for excuses." The Accounting Review Liv nº 2.
- Watts, R. e J. Zimmerman (1986). Positive Accounting Theory. New York, Prentice-Hall.
- Watts, R. e J. Zimmerman (1990). "Positive Accounting Theory: a Ten Year Perspective." The Accounting Review 65(1): 131-156.
- Weber, R. P. (1990). Basic Content Analysis. Newbury Park, CA, Sage Publications, Inc.
- Woods, M., K. Dowd, et al. (2008). "Market Risk Reporting by the World's Top Banks: Evidence on the Diversity of Reporting Practice and the Implications for Accounting Harmonisation." Spanish Accounting Review 11(2): 9-42.
- Wright, P. e D. Keegan (1997). The emerging art of reporting on the future. London, Price Waterhouse.
- Zeff, S. A. (2000). La evolución del marco conceptual para las empresas mecantiles en Estados Unidos. El marco conceptual para la información financiera - análisis y comentarios. A. E. d. C. y. A. d. Empresas. Madrid, AECA.
- Zingales, L. (2004). "The Costs and Benefits of Financial Market Regulation." SSRN eLibrary.

ANEXOS

Anexo 1 - Empresas incluídas na amostra

<i>Empresa</i>	<i>Setor de Atividade</i>	<i>Indústria</i>	<i>País Origem</i>
<u>ARCELORMITTAL</u>	<u>Basic Materials</u>	Industrial	Luxemburgo
<u>BASF</u>	<u>Basic Materials</u>	Industrial	Alemanha
<u>BAYER</u>	<u>Basic Materials</u>	Industrial	Alemanha
<u>AIR LIQUIDE</u>	<u>Basic Materials</u>	Industrial	Alemanha
<u>BMW</u>	<u>Consumer Goods</u>	Industrial	Alemanha
<u>DAIMLER</u>	<u>Consumer Goods</u>	Industrial	Alemanha
<u>VOLKSWAGEN PREF</u>	<u>Consumer Goods</u>	Industrial	Alemanha
<u>ANHEUSER-BUSCH INBEV</u>	<u>Consumer Goods</u>	Industrial	Bélgica
<u>DANONE</u>	<u>Consumer Goods</u>	Industrial	França
<u>UNILEVER NV</u>	<u>Consumer Goods</u>	Industrial	Holanda
<u>L'OREAL</u>	<u>Consumer Goods</u>	Industrial	França
<u>LVMH MOET HENNESSY</u>	<u>Consumer Goods</u>	Industrial	França
<u>VIVENDI</u>	<u>Consumer Services</u>	Não Industrial	França
<u>INDITEX</u>	<u>Consumer Services</u>	Não Industrial	Espanha
<u>CARREFOUR</u>	<u>Consumer Services</u>	Não Industrial	França
<u>ESSILOR INTERNATIONAL</u>	Healthcare	Industrial	França
<u>SANOFI</u>	Healthcare	Industrial	França
<u>SAINT GOBAIN</u>	<u>Industrials</u>	Industrial	França
<u>VINCI</u>	<u>Industrials</u>	Industrial	França
<u>SIEMENS</u>	<u>Industrials</u>	Industrial	Alemanha
<u>SCHNEIDER ELECTRIC</u>	<u>Industrials</u>	Industrial	França
<u>PHILIPS ELECTRONICS</u>	<u>Industrials</u>	Industrial	Holanda
<u>UNIBAIL-RODAMCO</u>	<u>Industrials</u>	Industrial	França
<u>REPSOL</u>	Oil & Gas	Industrial	Espanha
<u>TOTAL</u>	Oil & Gas	Industrial	França
<u>ENI</u>	Oil & Gas	Industrial	Itália
<u>SAP</u>	Technology	Não Industrial	Alemanha
<u>NOKIA</u>	Technology	Não Industrial	Finlândia
<u>ASML HLDG</u>	Technology	Não Industrial	Holanda
<u>DEUTSCHE TELEKOM</u>	Telecommunications	Não Industrial	Alemanha
<u>TELEFONICA</u>	Telecommunications	Não Industrial	Espanha
<u>FRANÇAANCE TELECOM</u>	Telecommunications	Não Industrial	França
<u>E.ON</u>	Utilities	Não Industrial	Alemanha
<u>RWE</u>	Utilities	Não Industrial	Alemanha
<u>IBERDROLA</u>	Utilities	Não Industrial	Espanha
<u>GDF SUEZ</u>	Utilities	Não Industrial	França
<u>ENEL</u>	Utilities	Não Industrial	Itália

Anexo 2 - Regras de decisão usadas na análise de conteúdo

Conceito de Risco

De forma consistente com Linsley e Shrivies (2006) e Abraham e Cox (Abraham and Cox 2007), adotou-se um conceito de risco abrangente e identificadas como relacionadas com o risco as frases em que o leitor for informado de qualquer oportunidade ou expectativa, ou de qualquer perigo, ameaça, dano ou exposição, que tenham já tido ou possam ainda vir a ter impacto na empresa ou da gestão de qualquer dessas oportunidades, expectativas, perigos, ameaças, danos ou exposições

Regras Gerais:

Quando uma divulgação é repetida noutra frase, são contadas duas divulgações;

Na classificação das tipologias de fatores de risco privilegia-se a circunstância onde a oportunidade, o risco ou a incerteza têm origem;

Quando uma frase integra dois tipos de risco, prevalece o de maior impacto;

Gráficos: sempre que respeitam a vários anos, o impacto é avaliado pela evolução entre anos, caso não seja de fácil identificação o impacto são classificados como de impacto neutro;

Eventuais trechos de evidência (*highlights*) são considerados para efeitos da análise de conteúdo;

Os títulos são ignorados para a análise de conteúdo;

Quando a frase inclui tanto fatores de risco como estratégias de mitigação classifica-se como de mitigação;

Nas divulgações de circunstâncias de litigância, onde são normalmente feitos relatos detalhados sobre a evolução dos processos, não são consideradas as frases que não divulguem, de forma objetiva, o risco em causa;

As divulgações relativas a estratégias de mitigação de risco são classificadas como “sem impacto” e “sem horizonte temporal”, de acordo com o tipo de risco a que a mitigação se refere;

As divulgações de conformidade dos sistemas de controlo interno e de gestão de risco são classificadas como “sem impacto” e “sem horizonte temporal” e em “riscos financeiros” ou “riscos de integridade”, consoante se referissem a riscos financeiros ou não financeiros, respetivamente.

Anexo 3 - Modelo de regressão para a variável drrt11

Pressupostos:

1. Inexistência de multicolinearidade entre as variáveis independentes

A “Tolerância”, cujo valor varia entre 0 e 1, mede a proporção explicada por uma variável independente que não é explicada pelas outras variáveis independente, sendo que quanto mais perto de 0, maior a colinearidade. Valores VIF superiores a 5 indicam problemas de colinearidade.

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	60,692	103,384		,587	,562		
	Total Ativo	,002	,000	,677	4,351	,000	,712	1,404
	ROIC	,663	2,940	,033	,226	,823	,806	1,241
	Rácio de endividamento	-,968	2,117	-,072	-,457	,651	,694	1,442
	Dummy Indústria	2,239	46,306	,007	,048	,962	,897	1,114
	Cotação simultânea EUA	59,323	46,784	,177	1,268	,215	,879	1,138
	Países Germânicos	158,490	65,542	,474	2,418	,022	,448	2,233
	Países Francófonos	123,947	69,840	,381	1,775	,086	,374	2,677

a. Dependent Variable: DRRT11

2. Variáveis aleatórias residuais com valor esperado nulo

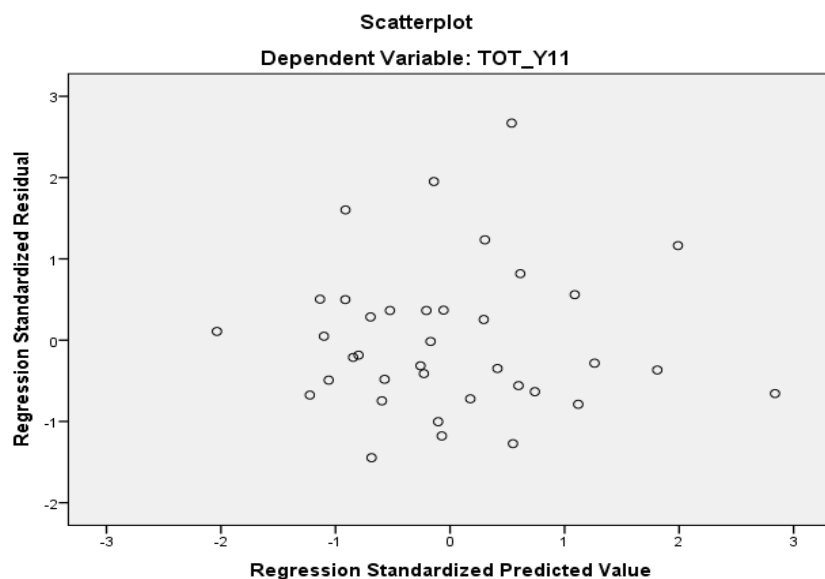
A média dos desvios deverá ser, aproximadamente, zero

Residuals Statistics ^a					
	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	98,05	664,97	334,86	116,349	37
Residual	-187,118	345,530	,000	116,138	37
Std. Predicted Value	-2,035	2,837	,000	1,000	37
Std. Residual	-1,446	2,670	,000	,898	37

a. Dependent Variable: DRRT11

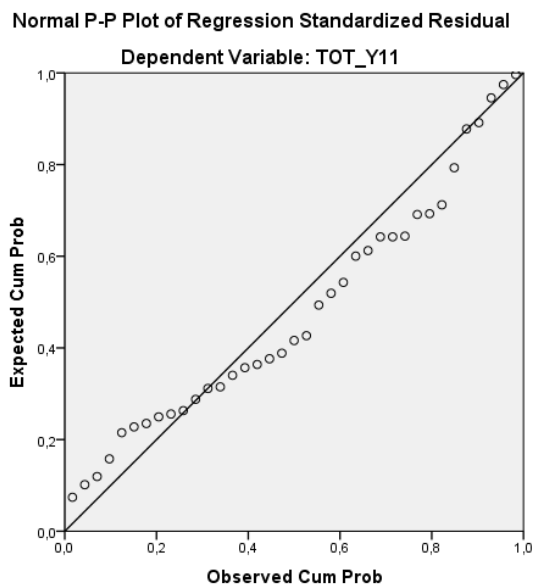
3. Variância constante das variáveis aleatórias residuais (homocedasticidade):

Os resíduos devem manter uma amplitude aproximadamente constante em relação ao eixo horizontal sem tendências crescentes ou decrescentes



4. Distribuição normal das variáveis aleatórias residuais

A normalidade testa-se com o teste de Kolomogorov-Smirnov, com a correção de Lilliefors, podendo os desvios à normalidade ser visualizados no gráfico P-P.



Tests of Normality			
	Kolmogorov-Smirnov ^a		
	Statistic	df	Sig.
Standardized Residual	,122	37	,179
a. Lilliefors Significance Correction			

No gráfico pode observar-se que os resíduos não se afastam muito da normal o que é confirmado pelo teste K-S que, com um $p\text{-value} > 0,05$, leva à não rejeição da hipótese nula de os resíduos terem uma distribuição normal.

5. Independência das variáveis aleatórias residuais

A independência das variáveis aleatórias residuais testa-se com a estatística Durbin Watson analisando se a covariância é nula. O valor próximo de 2 permite concluir pela não existência de auto correlação entre os resíduos.

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,708 ^a	,501	,380	129,398	2,095
a. Predictors: (Constant), Franc, ROIC, Ind, EUA, TA, ENDIV, Germ					
b. Dependent Variable: DRRT11					

Anexo 4 - Modelo de regressão para a variável drfint11

Pressupostos:

1. Inexistência de multicolinearidade entre as variáveis independentes

A “Tolerância”, cujo valor varia entre 0 e 1, mede a proporção explicada por uma variável independente que não é explicada pelas outras variáveis independentes, sendo que quanto mais perto de 0, maior a colinearidade. Valores VIF superiores a 5 indicam problemas de colinearidade.

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	37,036	33,583		1,103	,279		
	Total Ativo	,000	,000	,527	3,262	,003	,712	1,404
	ROIC	-,392	,955	-,062	-,410	,685	,806	1,241
	Rácio de endividamento	,399	,688	,095	,580	,566	,694	1,442
	Dummy Indústria	,792	15,042	,008	,053	,958	,897	1,114
	Cotação simultânea EUA	16,695	15,197	,160	1,099	,281	,879	1,138
	Países Germânicos	50,673	21,290	,485	2,380	,024	,448	2,233
	Países Francófonos	35,914	22,687	,353	1,583	,124	,374	2,677

a. Dependent Variable: DRFINT11

2. Variáveis aleatórias residuais com valor esperado nulo

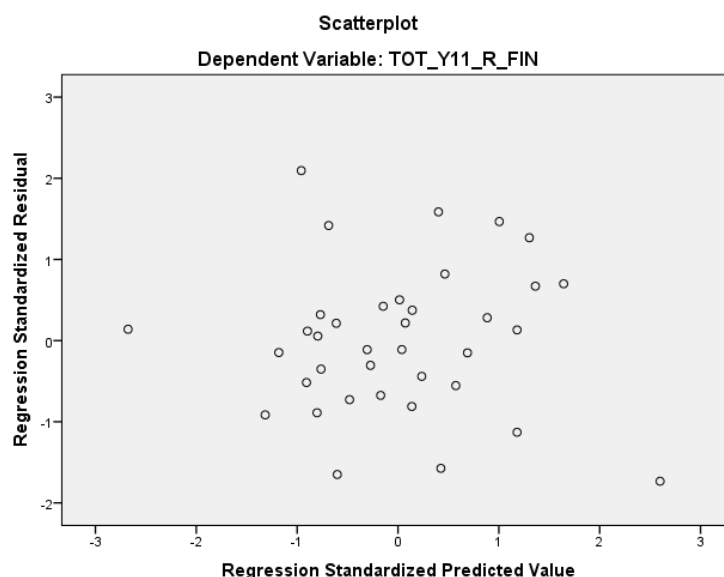
A média dos desvios deverá ser, aproximadamente, zero

Residuals Statistics ^a					
	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	30,14	213,87	123,35	34,830	37
Residual	-72,868	88,052	,000	37,726	37
Std. Predicted Value	-2,676	2,599	,000	1,000	37
Std. Residual	-1,734	2,095	,000	,898	37

a. Dependent Variable: DRFINT11

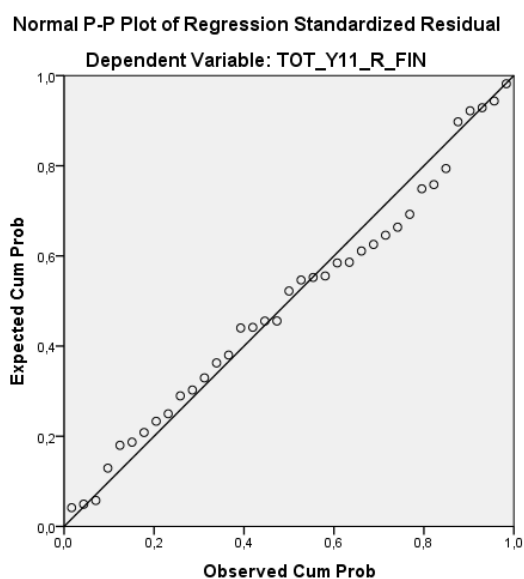
3. Variância constante das variáveis aleatórias residuais (homocedasticidade):

Os resíduos devem manter uma amplitude aproximadamente constante em relação ao eixo horizontal sem tendências crescentes ou decrescentes



4. Distribuição normal das variáveis aleatórias residuais

A normalidade testa-se com o teste de Kolomogorov-Smirnov, com a correção de Lilliefors, podendo os desvios à normalidade ser visualizados no gráfico P-P.



Tests of Normality			
	Kolmogorov-Smirnov ^a		
	Statistic	df	Sig.
Standardized Residual	,076	37	,200 [*]
*. This is a lower bound of the true significance.			
a. Lilliefors Significance Correction			

No gráfico pode observar-se que os resíduos não se afastam muito da normal o que é confirmado pelo teste K-S que, com um *p-value* > 0,05, leva à não rejeição da hipótese nula de os resíduos terem uma distribuição normal.

5. Independência das variáveis aleatórias residuais

A independência das variáveis aleatórias residuais testa-se com a estatística Durbin Watson analisando se a covariância é nula. O valor superior a 2 permite concluir pela não existência de auto correlação entre os resíduos.

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,678 ^a	,460	,330	42,034	2,184
a. Predictors: (Constant), Franc, ROIC, Ind, EUA, TA, ENDIV, Germ					
b. Dependent Variable: DRFINT11					

Anexo 5 - Modelo de regressão para a variável drnfint11

Pressupostos:

1. Inexistência de multicolinearidade entre as variáveis independentes

A “Tolerância”, cujo valor varia entre 0 e 1, mede a proporção explicada por uma variável independente que não é explicada pelas outras variáveis independentes, sendo que quanto mais perto de 0, maior a colinearidade. Valores VIF superiores a 5 indicam problemas de colinearidade.

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-2,685	91,765		-,029	,977		
	Total Ativo	,001	,000	,531	3,119	,004	,608	1,644
	ROIC	-2,823	3,022	-,181	-,934	,358	,470	2,126
	Rácio de endividamento	-2,301	1,722	-,221	-1,336	,192	,646	1,548
	Alavanca operacional	98,844	47,313	,383	2,089	,046	,525	1,906
	Dummy Indústria	5,270	7,460	,113	,706	,486	,689	1,452
	Cotação simultânea EUA	44,570	37,781	,172	1,180	,248	,831	1,203
	Países Germânicos	104,696	52,246	,404	2,004	,055	,435	2,301
	Países Francófonos	81,278	55,206	,322	1,472	,152	,369	2,713

a. Dependent Variable: DRNFINT11

2. Variáveis aleatórias residuais com valor esperado nulo

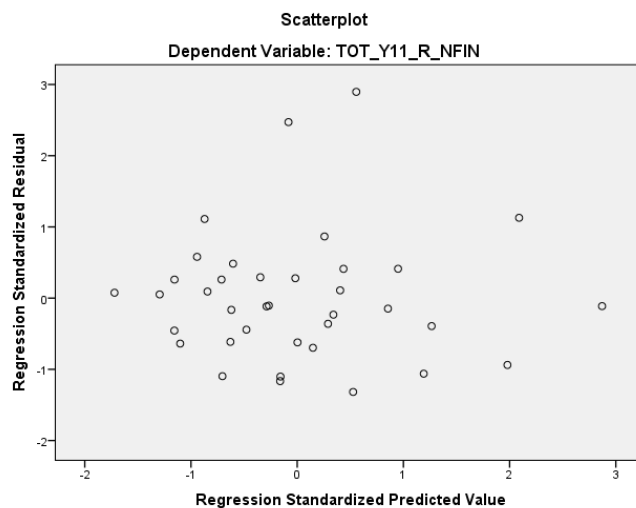
A média dos desvios deverá ser, aproximadamente, zero

Residuals Statistics ^a					
	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	67,91	451,10	211,51	83,474	37
Residual	-141,441	311,068	,000	96,367	37
Std. Predicted Value	-1,720	2,870	,000	1,000	37
Std. Residual	-1,317	2,897	,000	,898	37

a. Dependent Variable: DRNFINT11

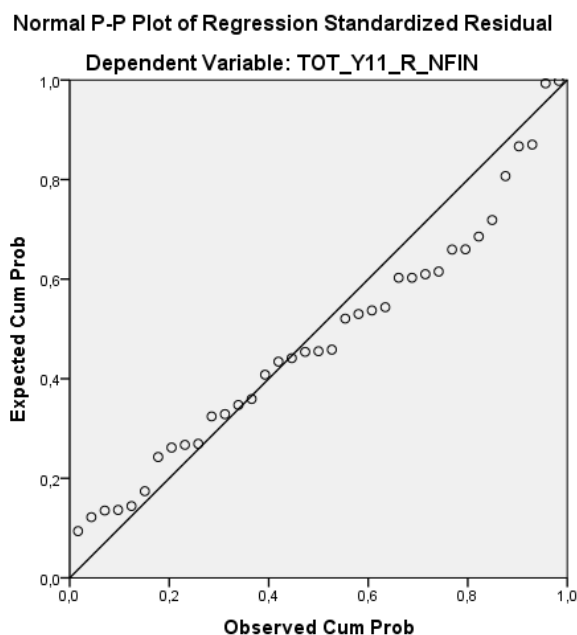
3. Variância constante das variáveis aleatórias residuais (homocedasticidade):

Os resíduos devem manter uma amplitude aproximadamente constante em relação ao eixo horizontal sem tendências crescentes ou decrescentes



4. Distribuição normal das variáveis aleatórias residuais

A normalidade testa-se com o teste de Kolomogorov-Smirnov, com a correção de Lilliefors, podendo os desvios à normalidade ser visualizados no gráfico P-P.



Tests of Normality			
	Kolmogorov-Smirnov ^a		
	Statistic	df	Sig.
Standardized Residual	,134	37	,092
a. Lilliefors Significance Correction			

No gráfico pode observar-se que os resíduos não se afastam muito da normal o que é confirmado pelo teste K-S que, com um *p-value* > 0,05, leva à não rejeição da hipótese nula de os resíduos terem uma distribuição normal.

5. Independência das variáveis aleatórias residuais

A independência das variáveis aleatórias residuais testa-se com a estatística Durbin Watson analisando se a covariância é nula. O valor superior a 2 permite concluir pela não existência de auto correlação entre os resíduos.

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,655 ^a	,429	,291	107,370	2,155
a. Predictors: (Constant), Franc, ROIC, Ind, EUA, TA, ENDIV, Germ					
b. Dependent Variable: DRNFINT11					

Anexo 6 - Modelo de regressão para a variável drt11

Pressupostos:

1. Inexistência de multicolinearidade entre as variáveis independentes

A “Tolerância”, cujo valor varia entre 0 e 1, mede a proporção explicada por uma variável independente que não é explicada pelas outras variáveis independentes, sendo que quanto mais perto de 0, maior a colinearidade. Valores VIF superiores a 5 indicam problemas de colinearidade.

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-8,321	93,770		-,089	,930		
	Total Ativo	,001	,000	,580	3,547	,001	,712	1,404
	ROIC	1,342	2,667	,077	,503	,619	,806	1,241
	Rácio de endividamento	,564	1,920	,049	,294	,771	,694	1,442
	Dummy Indústria	9,846	42,000	,034	,234	,816	,897	1,114
	Cotação simultânea EUA	66,629	42,434	,231	1,570	,127	,879	1,138
	Países Germânicos	142,525	59,447	,494	2,398	,023	,448	2,233
	Países Francófonos	119,465	63,346	,426	1,886	,069	,374	2,677

a. Dependent Variable: DRT11

2. Variáveis aleatórias residuais com valor esperado nulo

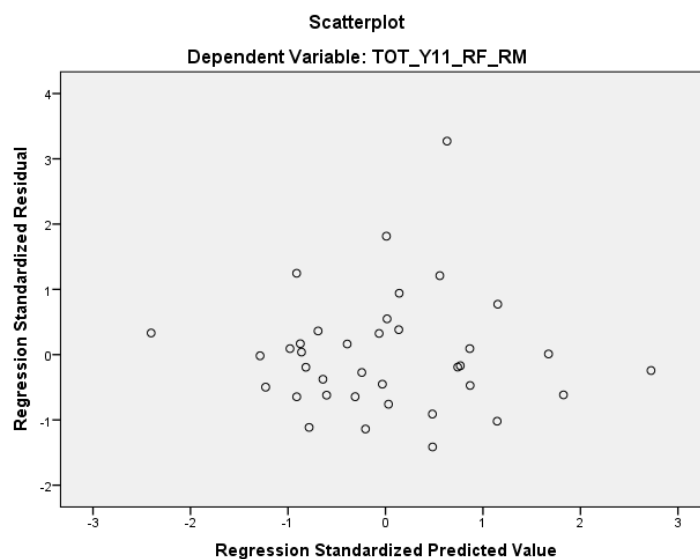
A média dos desvios deverá ser, aproximadamente, zero

Residuals Statistics ^a					
	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	44,07	530,54	272,14	94,873	37
Residual	-165,963	383,966	,000	105,338	37
Std. Predicted Value	-2,404	2,724	,000	1,000	37
Std. Residual	-1,414	3,272	,000	,898	37

a. Dependent Variable: DRT11

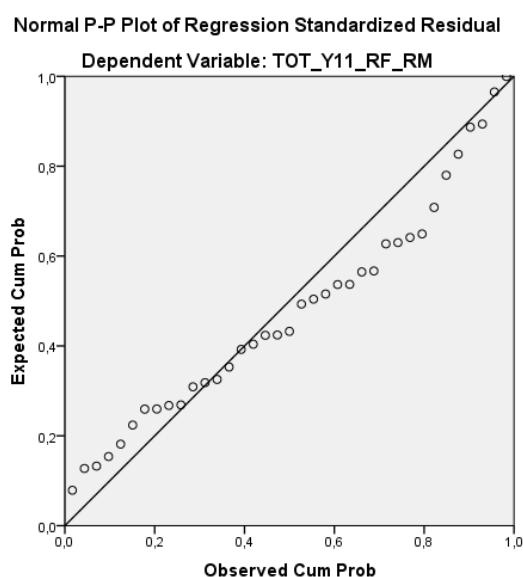
3. Variância constante das variáveis aleatórias residuais (homocedasticidade):

Os resíduos devem manter uma amplitude aproximadamente constante em relação ao eixo horizontal sem tendências crescentes ou decrescentes



4. Distribuição normal das variáveis aleatórias residuais

A normalidade testa-se com o teste de Kolomogorov-Smirnov, com a correção de Lilliefors, podendo os desvios à normalidade ser visualizados no gráfico P-P.



Tests of Normality			
	Kolmogorov-Smirnov ^a		
	Statistic	df	Sig.
Standardized Residual	,145	37	,056
a. Lilliefors Significance Correction			

No gráfico pode observar-se que os resíduos não se afastam muito da normal o que é confirmado pelo teste K-S que, com um $p\text{-value} > 0,05$, leva à não rejeição da hipótese nula de os resíduos terem uma distribuição normal.

5. Independência das variáveis aleatórias residuais

A independência das variáveis aleatórias residuais testa-se com a estatística Durbin Watson analisando se a covariância é nula. O valor próximo de 2 permite concluir pela não existência de auto correlação entre os resíduos.

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,669 ^a	,448	,315	117,365	1,947
a. Predictors: (Constant), Franc, ROIC, Ind, EUA, TA, ENDIV, Germ					
b. Dependent Variable: DRT11					

Anexo 7 - Modelo de regressão para a variável dcft11

Pressupostos:

1. Inexistência de multicolinearidade entre as variáveis independentes

A “Tolerância”, cujo valor varia entre 0 e 1, mede a proporção explicada por uma variável independente que não é explicada pelas outras variáveis independentes, sendo que quanto mais perto de 0, maior a colinearidade. Valores VIF superiores a 5 indicam problemas de colinearidade.

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	69,013	37,076		1,861	,073		
	Total Ativo	,000	,000	,576	3,164	,004	,712	1,404
	ROIC	-,678	1,054	-,110	-,643	,525	,806	1,241
	Rácio de endividamento	-1,532	,759	-,372	-2,018	,053	,694	1,442
	Dummy Indústria	-7,607	16,607	-,074	-,458	,650	,897	1,114
	Cotação simultânea EUA	-7,306	16,778	-,071	-,435	,666	,879	1,138
	Países Germânicos	15,965	23,505	,156	,679	,502	,448	2,233
	Países Francófonos	4,482	25,047	,045	,179	,859	,374	2,677

a. Dependent Variable: DCFT11

2. Variáveis aleatórias residuais com valor esperado nulo

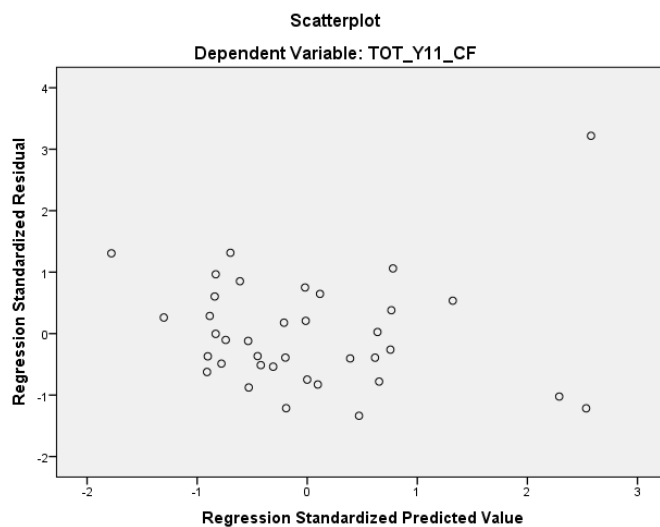
A média dos desvios deverá ser, aproximadamente, zero

Residuals Statistics ^a					
	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	12,38	135,68	62,73	28,296	37
Residual	-62,043	149,320	,000	41,650	37
Std. Predicted Value	-1,779	2,578	,000	1,000	37
Std. Residual	-1,337	3,218	,000	,898	37

a. Dependent Variable: DCFT11

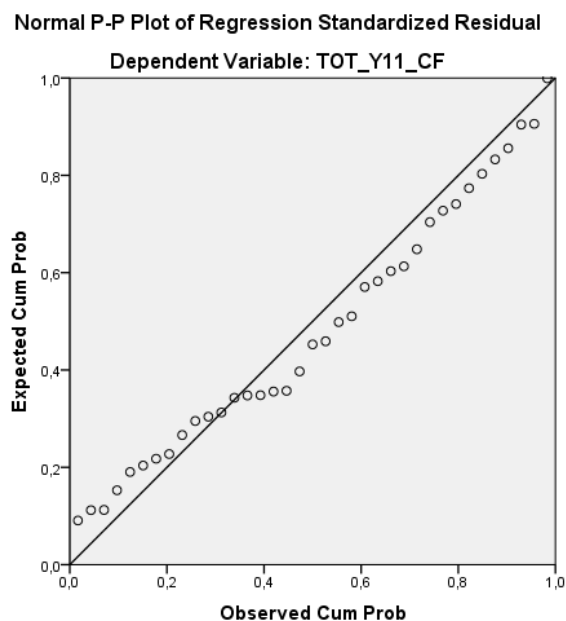
3. Variância constante das variáveis aleatórias residuais (homocedasticidade):

Os resíduos devem manter uma amplitude aproximadamente constante em relação ao eixo horizontal sem tendências crescentes ou decrescentes



4. Distribuição normal das variáveis aleatórias residuais

A normalidade testa-se com o teste de Kolomogorov-Smirnov, com a correção de Lilliefors, podendo os desvios à normalidade ser visualizados no gráfico P-P.



Tests of Normality			
	Kolmogorov-Smirnov ^a		
	Statistic	df	Sig.
Standardized Residual	,118	37	,200 [*]
*. This is a lower bound of the true significance.			
a. Lilliefors Significance Correction			

No gráfico pode observar-se que os resíduos não se afastam muito da normal o que é confirmado pelo teste K-S que, com um *p-value* > 0,05, leva à não rejeição da hipótese nula de os resíduos terem uma distribuição normal.

5. Independência das variáveis aleatórias residuais

A independência das variáveis aleatórias residuais testa-se com a estatística Durbin Watson analisando se a covariância é nula. O valor superior a 2 permite concluir pela não existência de auto correlação entre os resíduos.

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,562 ^a	,316	,151	46,406	2,300
a. Predictors: (Constant), Franc, ROIC, Ind, EUA, TA, ENDIV, Germ					
b. Dependent Variable: DCFT11					

